HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2015年3月

本報告分析2014年8月底至2015年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2015年3月

目錄

1. 概論

在美元顯著轉強，油價大幅下挫的雙重震盪下，外匯市場最近變得更波動。當一眾新興市場貨幣遭受更大的貶值壓力之際，港元仍然維持穩定。

隨著香港經濟放緩，貸款增長稍見緩和，但本地樓市又趨活躍，家庭債務繼續上升，增加了金融穩定風險。展望未來，美元強勢和美國將會加息，將會為本地的流動性狀況加添不明朗因素，也可能會增加信貸風險和利率風險，對銀行槓桿比率的相關效應亦有可能會影響到銀行的貸款能力，需要加倍留意。

外圍環境

在美元顯著升值，原油價格大幅下跌的雙重震盪下，全球外匯市場最近大幅波動。最為突出的例子是在瑞士央行於1月取消瑞士法郎(瑞郎)兑歐元的匯率下限後，瑞郎隨即急升；以及俄羅斯盧布在去年年底油價暴跌中應聲大幅貶值。

基於美國在經濟增長和勞工市場復蘇方面領先各先進經濟體，美國與其他世界各國的貨幣政策分歧勢將持續，推動美元進一步走強。在美國聯邦儲備局(聯儲局)已開始貨幣政策正常化並將啟動加息周期之際，歐洲央行有鑒於歐元區增長乏力，通縮風險上升，於2015年1月宣佈量化寬鬆計劃。日本方面，由於2014年4月上調消費税後，經濟已處於技術性衰退，日本央行於2014年底擴大其量化寬鬆貨幣政策。在中國內地，隨著房地產市場繼續調整，增長動力有所減弱。資金外流壓力亦有所顯現，部分反映對經濟前景的憂慮。中國人民銀行採取措施降低融資成本和維持銀行體系流動性穩定。專題3(見第27頁)探討中國內地不同行業和不同所有制的企業槓桿水平，並得出企業槓桿水平上升主要源於政府隱性擔保的結論。

各主要經濟體經濟增長和貨幣政策持續分歧，勢將加劇外匯市場的波動。外匯市場（特別是新興市場和傳統避險貨幣）的波動亦受信貸違約掉期市場近期波動的影響而進一步加劇。專題1（見第14頁）審視各主要貨幣的貨幣風險與主權信用風險間的相互影響。

近來油價下跌可減低生產成本及刺激其他商品和服務的消費，對各進口石油的主要先進經濟體應該有利；但它同時會增加新興市場石油出口經濟體及美國高收益債券市場中的美國能源生產商的信貸風險，可能會有金融風險擴散的負面效應。

油價大幅下挫，也增加了聯儲局加息的時機和步伐的不確定性。短期內，油價的大幅下挫，以及其有可能傳遞至核心通脹和通脹預期的顧慮，都令市場預期聯儲局的加息步伐會有所減慢。但是，由於美國的基本復蘇力度強勁，勞工市場閒置的情況正以比預期更快的速度改善，意味著工資及通脹壓力最終會上揚。若第二個因素的影響最終佔上風，聯儲局的加息步伐可能會比預期快。

東亞方面，由於對外環節表現平平，2014年下半年的增長動力仍然有限。雖然美國經濟復蘇動力轉強，但對區內的出口增長影響，整體上仍遠低於金融危機前的程度。專題2（見第17頁）審視過去幾年美國對區內出口需求疲弱的各種原因，揭示自全球金融危機以來，美國的進口模式已可能有所改變。

2014年底，源於美元轉強和油價急挫的雙重震盪，令投資者轉為看淡新興市場經濟體。但如果區內經濟體有較強的基本因素，其貨幣則會經受較小的貶值壓力，由此看出，到目前為止，投資者仍會區分優劣。展望未來，較強的美元以及預期中較高的美元息率，有可能成為拉動因素，令投資者避開區內的風險資產，而美元信貸借款人的償債負擔則會有所增加。同時，區內的央行將需面對日趨嚴重的兩難政策：一方面要支持增長，遏抑通縮壓力，另方面則要減低資金突然大量外流的風險。

本地經濟

香港經濟於2014年下半年繼續以低於長期平均水平的速度增長。隨著外貿環境轉差，實質本地生產總值增長率由第3季的1.4%回落到第4季的0.4%。由於海外需求轉弱，淨出口在第4季又成為拖累經濟增長的主要因素。另一方面，本地需求相比上半年稍有改善。私人消費仍受惠於穩定的勞工市場狀況，而由於樓宇及建造活動蓬勃，整體投資支出略有改善，但資本投資仍然偏弱。

本地通脹壓力在2014年下半年稍有增加，但於2015年初有所減弱。按3個月以年率計的基本通脹率由8月2.4%上升至11月的4.3%，但受到較緩和的房屋租金通脹及服務通脹所影響，通脹率下降至其後2月的1.3%。展望未來，由於進口價格偏軟以及本地增長動力溫和，通脹壓力預料將會受控。

預料香港經濟在2015年將會保持溫和增長。美國增長加快固然可以提供一定的支持，但歐元區和日本的需求仍然偏弱，中國內地及其他新興市場經濟體的增長又正在放緩，因此總體而言香港的出口表現難望大幅改善。本地方面，勞工市場狀況穩定，應繼續有助私人消費增長。大型公共基建工程和私營建造活動雖會維持暢旺，但由於營商前景反覆，加上利率可能上升，資本投資仍會繼續受壓。私營機構分析師預測，2015年的實質本地生產總值增長率平均為2.6%，政府的增長預測則為1%至3%之間。金管局內部編製的綜合領先指標也預示2015年上半年的經濟增長動力溫和。

增長前景仍存在一些不明朗因素和風險。特別是，一旦加息周期開始，香港的貨幣狀況無可避免地將會收緊，從而對實體經濟活動會構成壓力。此外，美元持續強勢，加上美國息口趨升，或會增加風險資產定價突然調整的風險及資金外流壓力，以及加重美元信貸借款人的償債負擔。

貨幣狀況及資金流動

去年7月及8月初由於商業及股市集資活動頻繁，引發大量資金流入港元，及至第4季，銀行的即期淨外匯頭寸變動甚少，顯示買入港元的壓力已告舒緩。近期環球貨幣市場較為波動，而且新興市場貨幣備受貶值壓力，不過港元仍維持穩定，並且交易有序。

過去10年，香港與中國內地經濟融合日增，兩地的雙邊資金流動也大幅增加。專題4（見第53頁）在國際收支平衡的框架下分析這類雙邊資金流動，並解釋雙邊資金流動怎樣會轉化為香港的經濟活動。

香港的貨幣及信貸狀況仍保持寬鬆，銀行體系流動資金充裕。即使外圍環境異常波動，貨幣市場仍運作暢順。港元貨幣基礎大致持平約一年後，在2014年下半年出現擴張，主要是7月和8月初強方兑換保證多次被觸發，令總結餘增加。批發融資成本繼續處於低水平，隔夜及3個月港元銀行同業拆息繼續遠低於0.5%的基本利率。港元收益率大致跟隨美元收益率變動，中期債券收益率有所上升，但長期債券收益率則回落。在零售銀行業務方面，綜合利率及按揭利率均維持在低位。

貸款增長在2014年下半年放緩，部分由於信貸需求放緩，以及金管局推動的審慎監管措施的影響。全年貸款增長由2013年的16.0%回落至2014年的12.7%。本地信貸在下半年升勢放緩，主要反映貿易融資顯著減少。另一方面，香港境外使用的貸款則繼續以較快的步伐擴張。與此同時，由於按揭貸款和個人貸款都增長較快，家庭債務佔本地生產總值在2014年底上升至65.3%。整體上，香港銀行的資金狀況大致維持穩定，港元貸存比率大致保持平穩，美元貸存比率則有所回落。

香港的離岸人民幣業務繼續擴展。人民幣資金池溫和擴張，其中客戶存款在下半年錄得穩健增長，部份反映撤銷香港居民每日兑換人民幣2萬元上限的影響。撤銷該兑換上限，有助港人參與同月推出的「滬港股票市場交易互聯互通機制」(滬港通)。另一方面，由於大型中資銀行減少發行存款證，未償還存款證總額有所下降。於下半年，金管局亦推出多項措施協助銀行管理人民幣流動資金，並加強香港離岸人民幣市場基建。

由於美元強勢，離岸人民幣匯率在2014年底至2015年初偏軟，走勢緊貼在岸人民幣匯率。離岸人民幣銀行同業市場的流動性進一步收緊，3個月人民幣銀行同業拆息由2014年6月的3%上升至2月的4.2%，部份由於流動資金需求隨著人民幣交易增加而上升，以及季節性流動資金需求上升所致。

資產市場

香港股票市場在過去6個月經歷了大幅的波動。去年夏季過後，市場對美國貨幣政策正常化的進程的疑慮再度升溫，加上中國內地的宏觀經濟表現又差於預期，股價大幅下調。其後隨著全球，尤其是歐洲大陸經濟疲態加劇，股市進一步受壓。集資活動可說是唯一的亮點：去年香港首次公開招股的集資金額全球排名第二。及後聯儲局表明在加息問題上將保持「耐性」，而歐洲央行又實施新一輪的量化寬鬆，本港股市在今年初收復大部分的失地。儘管如此，美國收緊貨幣政策的前景以及全球經濟轉弱的預期，將會令市場在未來的一段日子內處於高度不明朗和波動的狀態。

未償還港元債務證券總額去年輕微減少。受惠於強勁的避險需求和較預期為低的通脹，美國國庫債券市場造好，本地債券收益率也隨著美元債券收益率而下降。在此背景下，私營及公營機構為了鎖定較低的借貸成本而增加了發債活動。然而，發債量的增幅，並不足以抵銷到期債券的總

額，導致未償還債務證券總額略為下跌。同時，去年離岸人民幣債務證券市場錄得強勁的增長。雖然宏觀經濟前景疲弱，但新發行的債務證券整體上仍受市場歡迎。產品種類漸趨多元化，反映離岸人民幣債務證券市場已變得較成熟。從市場發展的角度來看，在可見的將來，市場仍大有增長的餘地。

住宅物業市場自2014第2季後轉趨活躍，至年底和最近幾個月仍然暢旺，主要是受到低息環境和供求情況偏緊支持。樓價在2014年上升13.5%，其中大部分的升幅是在下半年錄得的，樓市成交亦上升。物業估值相對於家庭收入和經濟基本因素偏高，價格收入比率升至歷史新高，收入槓桿比率則遠高於其長期平均水平。

銀行業表現

儘管外圍環境不算有利，銀行業仍錄得健康的增長，並擁有優良的資產質素、充裕的流動資金和雄厚的資本。雖然零售銀行的盈利在2014年下半年由於非利息收入減少而略為下降，2014年全年的盈利仍比上一年為佳，稅前經營盈利錄得3.6%的年增長率。另方面，零售銀行淨息差仍徘徊於1.4%左右。

平均流動資產比率到第4季進一步上升到41.1%，遠高於25%的最低監管要求。《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率已從2015年1月1日起分階段實施，由於流動資金充裕，市場至今尚未出現任何跡象顯示該比率的實施有顯著的影響。在過渡期內，預料香港銀行整體上對遵從新流動性標準不會出現重大困難。

部分反映「穩定資金要求」的政策影響，所有認可機構的整體貸存比率在2014年年底略為下降至72.2%。但是，由於各先進經濟體之間存在貨幣政策分歧，流動性情況仍充滿不明朗因素。具體而言，我們的評估顯示，與國際美元信貸流有關的流動性風險仍然偏高，當外匯掉期市場出現嚴重干擾時尤其如此。專題5（見第72頁）探討銀行槓桿比率的動態，結果顯示任何全球資金收縮引起的衝擊，會令銀行作出減低槓桿比率的反應，因而收縮其借貸能力。全球資金收縮的影響可能會因而被放大。這一潛在衝擊對流動性風險和融資成本的影響值得密切留意。

展望未來，銀行應繼續留意對家庭和企業償債負擔增加相關的信貸風險。同時，銀行亦要繼續關注中國內地經濟增長放緩，對中國內地相關貸款日增的信貸風險。

《*貨幣與金融穩定情況半年度報告*》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

在美元大幅轉強，原油價格顯著下跌的雙重震盪下，全球外匯市場波動最近有所增加。先進經濟體方面，美國的經濟表現優於其他主要經濟體，導致全球貨幣政策出現分歧及美元升值。另外，油價下跌會減低生產成本及刺激消費，整體上應對全球經濟增長有利，但石油淨出口經濟體和在美國高收益債券市場上發債的能源生產商的信貸風險會因此而增加，其金融風險可能會擴散至其他領域。

東亞方面，由於對外環節表現疲弱，2014年下半年僅可維持溫和增長動力。美元轉強及美國行將加息，會令國際投資者避開區內的風險資產，而區內貨幣貶值則會增加美元借款人的償債負擔。同時，區內的決策者既要支持增長，抗衡通縮壓力，又要防範資金外流，要在二者之間取得微妙平衡，勢將日益困難。

中國內地方面，隨著房地產市場的持續調整，經濟增長動力於2014年下半年進一步減弱。資金外流壓力有所顯現，但股票市場維持暢旺。銀行的資產質素繼續轉差，而在監管收緊的情況下，非傳統融資活動普遍放緩。經濟增長動力預期在短期內將保持溫和，而隨著去槓桿化進程的持續，通脹壓力仍將疲弱。

2.1 外圍環境

全球外匯市場近月大幅波動。新興市場方面，自2014年6月以來，俄羅斯盧布兑美元已大幅貶值。先進國家市場方面，在歐洲中央銀行(歐央行)宣布其量化寬鬆(量寬)計劃前，瑞士選擇在2015年1月15日起放棄瑞士法郎(瑞郎)兑歐元的匯率下限，令瑞郎兑歐元的匯率大幅波動。

發生這類突如其來的匯率波動時，正值全球經濟及貨幣政策出現分歧導致美元大幅升值，以及2014年中以來油價顯著下跌構成了雙重震盪。

先進經濟體方面，美國的經濟增長及貨幣政策與其他主要經濟體出現分歧(圖2.1)。由於美國的增長已上軌道及勞工市場一直有穩步改善，美國似乎是主要經濟體中獨有的亮點。相比之下，歐元

區一直緩慢增長，通縮風險令人擔憂，促使歐央行推出量寬計劃。日本方面，受出口強勁所帶動，經濟在2014年第4季已走出技術性衰退，但內部需求仍然疲弱。自2014年底以來，日本央行已擴大其量化及質化並重的貨幣寬鬆計劃。

圖2.1
實質國內生產總值



資料來源：CEIC。

雖然主要先進經濟體的貨幣政策分歧可能會持續，但在貨幣政策的實施和成效方面仍有很多不明朗因素。美國方面，市場人士普遍預期聯儲局會在年內開始貨幣正常化，但由於各種對立因素的影響，正常化的時機和步伐的不確定性已見增加。短期內，在油價大幅下挫，以及其可能影響核心通脹和通脹預期的憂慮下，一些市場人士相信聯儲局的加息步伐將會緩慢。但美國復蘇的基本因素強勁，勞工市場閒置情況的改善速度亦較預期快，意味著工資及內部需求壓力最終會在未來一段日子上揚。若第二個因素最終佔上風，聯儲局的加息步伐可能會較預期快。歐元區方面，疲弱的經濟表現和通縮令歐央行宣布推出量寬計劃。該計劃主要透過歐元貶值而對歐元區經濟增長有一些提振作用，但是透過投資組合再平衡渠道的效果將會有限，原因是在歐洲的金融體系主要以銀行為主導而不是以資本市場為主導的情況下，區內較弱的周邊國家的銀行資產負債表問題窒礙了這些國家的信貸中介過程。另外，由於在歐元區內大部分經濟體中，區內進口達總體進口40–65%之多，由歐元貶值引致通脹的匯率傳遞將會甚低。日本方面，雖然實施了量化及質化並重的貨幣寬鬆政策，但經濟仍未能承受2014年4月上調消費稅的影響而陷入衰退，突顯出日本復蘇的脆弱本質。擴大量化及質化並重的貨幣寬鬆計劃規模，能否刺激日本經濟中乏善可陳的內部需求，目前仍難以下定論。

各主要經濟體的貨幣政策持續分歧，將會繼續推動美元升值，同時亦可能會增加全球外匯市場的波動。例如，在歐元區經濟疲弱，特別是在預期歐央行將會實施更為寬鬆的貨幣政策時，聯儲局卻要實施正常化的情況下，很多歐元區以外的歐洲國家已出現資金流入及外匯市場大幅波動。這些壓力之強，令例如瑞士央行都不得已要在2011年9月6日實施1.2瑞郎兑1歐元的匯率下限。其後，由於預期歐央行將宣布實施量寬，瑞士央行於2015年1月15日突然宣佈放棄該匯率下限，令市場大感意外，瑞郎亦於一天內兑歐元大幅升值23%。在此情況下，各國央行為遏止資金流入而

採取外匯干預和突然的政策轉變，令外匯市場更為波動。最近外匯市場的波動加劇，另一原因是無論在新興市場或傳統避險經濟體中，信貸違約掉期市場均已表現得更為波動，而信貸違約掉期市場又與外匯市場有密切的關聯（專題1有更詳細的討論）。

至於油價波動的影響，由於大部分先進及新興亞洲經濟體都是石油淨進口地，油價下跌將有助這些經濟體減輕生產成本，刺激其他商品和服務的消費。然而，新興市場石油出口經濟體及在美國高收益債券市場上發債的美國能源生產商的信貸風險增加，亦可能會導致其金融風險擴散至其他領域。

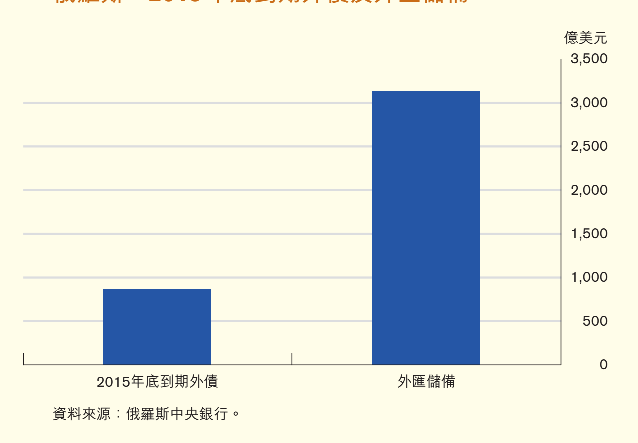
油價大幅下跌令石油淨出口國的經濟及金融風險大增。如果這些新興市場石油出口地所遇到的經濟困難導致廣泛的避險情緒和不分優劣的拋售，情況可能會蔓延至其他新興市場。這方面，俄羅斯的對外債務風險最令人關注。俄羅斯盧布自2014年6月中以來已貶值約43%，而在俄國違約風險日增的憂慮下，市場更把該國的5年期主權信貸違約掉期息率推高約274個基點（圖2.2）。連同盧布已大幅貶值，主權信貸違約掉期息率的高企令人質疑俄國企業及銀行償還債務的能力。據俄羅斯央行估算，2015年底到期還款的外債將達870億美元，約佔外匯儲備總額28%（圖2.3）。

圖2.2
俄羅斯：盧布匯率及主權信貸違約掉期



資料來源：彭博。

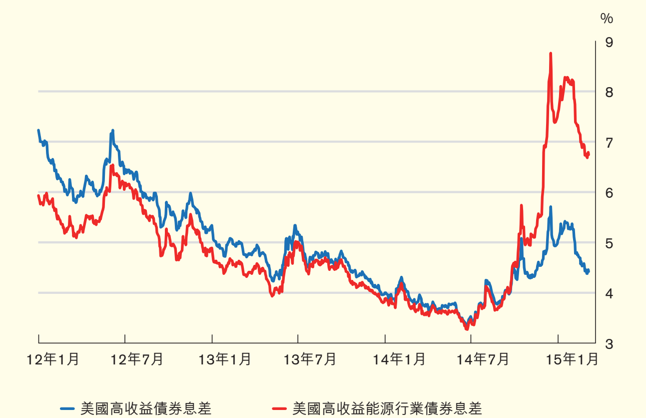
圖2.3
俄羅斯：2015年底到期外債及外匯儲備



資料來源：俄羅斯中央銀行。

油價下跌影響的另一可能蔓延方向是美國的高收益債券市場。據惠譽國際估算，截至2014年，與能源相關的公司的未償還高收益債務為數達2,250億美元，約佔美國未償還高收益債券總額的17%。[1]這些高收益債券很多是由石油及天然氣生產商發行的，而他們也同時背負了不少銀行債務。油價急速下挫已令他們的現金流和流動性狀況惡化，增加了他們的信貸違約風險，令他們的信貸息差自2014年中以來擴闊了347個基點，對美國的整體高收益信貸息差亦造成蔓延效應，令整體高收益信貸息差在期內上升107個基點(圖2.4)。美國高收益債券市場出現的任何大幅波動均會對美國或甚至全球的金融穩定有所影響，須予密切監察。

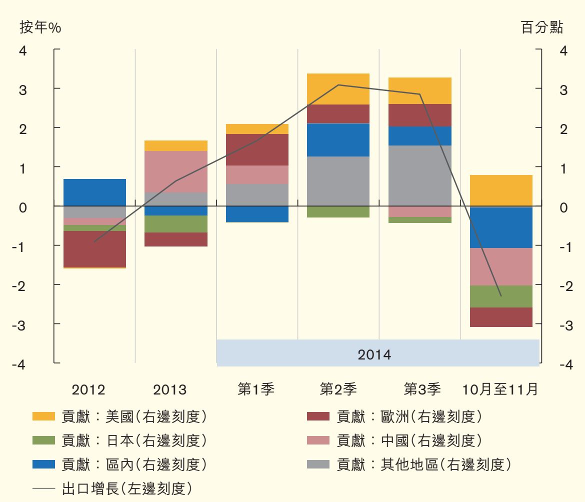
圖2.4
美國：高收益債券息差



註：數據由美銀美林編製。息差已作期權調整，並按美國國債曲線計算。
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

東亞[2]方面，由於歐洲及日本的經濟疲弱，中國需求放緩，令區內出口增長受壓，對外環節表現失色，於2014年下半年僅可維持溫和的經濟增長動力(圖2.5)。隨著其經濟復蘇逐漸穩固，美國的需求似乎已逐步回升，但對區內出口增長的影響仍遠低於全球金融危機之前。專題2分析最近幾年美國對區內出口需求欠佳的各種原因，反映美國的進口模式可能已有改變。

圖2.5
亞洲：出口增長



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

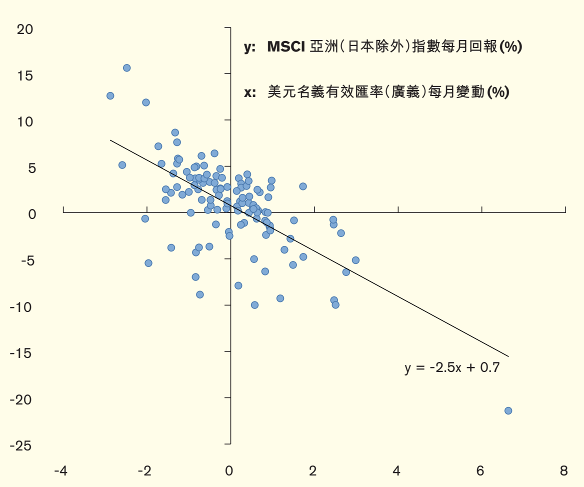
[1] 惠譽國際2014年12月5日新聞稿：Lenders May Go Easy on U.S. High Yield Energy Issuers in Downturn Scenario(在不景氣情況下，貸款人可能會寬待美國的高收益能源債券發行商)

[2] 東亞經濟體指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

在2014年底由強勢美元和油價急跌引發的雙重震盪，令金融市場對包括東亞等地各新興市場經濟體的情緒轉趨負面。隨著美元持續強勢，自去年9月以來，區內很多貨幣相對美元不斷轉弱，外匯儲備也同時減少。這負面情緒在近去年底油價急挫引發對石油出口地違約風險的恐慌時尤其明顯，其間最觸目的莫如俄羅斯盧布的大幅貶值。到目前為止，區內屬石油進口地而基本因素又較穩健的經濟體，貨幣經受的貶值壓力較小，由此看來，投資者似乎對各地市場的優劣有所分辨。

然而，較強的美元以及預期中較高的美元息率有可能拉動投資者避開東亞的風險資產，增加區內資金外流的壓力。事實上，根據過去10年的經驗，在美元升值時，區內的股票價格往往會跑輸大市（圖2.6）。

圖2.6
亞洲：股票回報與美元幣值的關聯



註：上圖顯示2005年1月至2014年12月期間的MSCI亞洲（日本除外）指數每月回報（美元名義有效滙率（廣義）每月變動。
資料來源：彭博、CEIC及金管局職員計算數字。

此外，由於近年企業槓桿率迅速擴張，美元升值亦會增加美元借款人的償債負擔。總體而言，由於區內企業未償還債務總額約71%均以當地貨幣計算，而債務的平均剩餘年期約為5.2年[3]，故源於貨幣錯配的企業信貸風險不大，展期風險仍屬溫和。但是風險在各企業間不是平均分配的，一些行業的風險比其他較為突出。再者，當地貨幣債務也不一定可免於美元轉強的影響。如果外國投資者擁有大量以區內貨幣單位計價的債券，一旦貨幣處於弱勢，他們便會拋售這些債券，槓桿率偏高的公司將會面臨本地債券孳息率突然升高的風險。與此同時，美元升值和利率上升，會令全球金融狀況收緊，一些槓桿率高而業務較具周期性的行業便會大受影響。

區內的決策者既要支持增長、抗衡通縮壓力，又要防範資金外流，要在二者之間取得微妙的平衡，勢將日益困難。區內經濟增長動力減弱和油價偏低已對一些東亞經濟體構成通脹率下降和通縮的壓力。為了遏制通縮風險，推動增長，區內大部分中央銀行都維持其寬鬆的貨幣政策。但是美國快將啟動加息週期，以及隨之而來並日益增加的區內資金外流壓力，勢將縮小區內中央銀行運用貨幣寬鬆政策的空間，尤其是區內的資金流有順週期性的傾向。

[3] 以Dealogic所提供截至2014年第3季末的印尼，馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓和泰國的未償還債券數據作出估算。

專題 1
貨幣風險與主權信貸風險的相互作用

理論上，經濟體貨幣的風險與其違約風險是互為關聯的。大幅度的貨幣貶值令人憂慮經濟體有機會違約；反之亦然。這關係雖然明顯易見，但它帶出一個決策者有機會忽略的課題：相對較小的主權信用違約風險市場，可被市場投機者所利用而引致更大的匯率波動。在這個背景下，本專題利用金管局最近一項研究的結果，就全球交投最多的三種貨幣，探討貨幣風險與主權信貸風險的相互影響。[4]

數據與方法

本研究集中探討三種貨幣，包括歐元、日圓和瑞士法郎（瑞郎）於2007年中到2013年底這段動盪時期中的情況。在實證分析中，某貨幣的風險可用該貨幣的風險逆轉來衡量，風險逆轉基本上是貨幣認購及認沽期權的價差（圖B1.1）。[5]換言之，它顯示市場在預期貨幣升跌時的非對稱程度。正數的風險逆轉反映升值的對沖成本比貶值的對沖成本高，意味著市場大致預期貨幣升值機會大於貶值機會；反之亦然。經濟體的主權信貸風險以該經濟體的主權信貸違約掉期息差顯示（圖B1.2）。[6]信貸違約掉期息差越大（越小），表示對沖違約風險的成本越高（越低）。

圖 B1.1
貨幣風險逆轉



資料來源：摩根大通。

圖 B1.2
主權信貸違約掉期息差



資料來源：湯森路透。

---

[4] 詳情可參閱Hui and Fong (2015)，「Price cointegration between sovereign CDS and currency option markets in the financial crises of 2007–2013」，《International Review of Economics and Finance》，該文章即將出版。

[5] 歐元和日圓採用對美元的風險逆轉。基於較大的外匯交易量，瑞郎採取了對歐元的風險逆轉。

[6] 歐元區的信貸違約掉期息差以11個歐元區國家的信貸違約掉期息差中位數來衡量。這些國家包括奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙、荷蘭和西班牙。塞浦路斯、盧森堡、馬爾他、斯洛伐克和斯洛文尼亞並無活躍的主權信貸違約掉期。

在協整理論及誤差修正模型的框架下，首先證明了某貨幣的風險逆轉和信貸違約掉期息差是協整的。[7]隨後以主要宏觀金融因素作為控制變量，經過改動的誤差修正模型來估計長期和短期動態。[8]根據這些模型估算，可得出有條件相關性的時間序列和價格發現比率，從而為每個經濟體估算這兩個變量的同期變化和領先滯後動態。

實證結果

測試結果顯示，每種貨幣的風險逆轉及其相對應的信貸違約掉期息差都是協整的（表B1.A）；換言之，在其他條件保持不變的情況下，風險逆轉與信貸違約掉期息差長期而言是同步的。由於這種長期均衡關係的存在，這兩個變量間任何短期的偏離都只是暫時的。因此，當某個經濟體的貨幣對另一個經濟體的貨幣貶值，長期而言，兩個經濟體的主權信貸違約掉期息差的差距便會有所增加。

表B1.A
協整檢驗及價格發現比率[1]

風險逆轉 主權信貸違約掉期息差	日圓/美元 日本	歐元/美元 歐元區	CHF/歐元 瑞士
單位根檢驗[2]			
ADF測試統計值	-2.96**	-3.79**	-2.77*
PP 測試統計值	-2.90**	-2.94**	-2.86*
領先 — 滯後動態[3]			
價格發現比率	0.2188	0.9371	0.3869
領先的價格	主權信貸違約掉期息差	風險逆轉	主權信貸違約掉期息差

註：
1. ** 及 * 分別表示5%及10%的顯著水平。
2. 協整檢驗採用Augmented Dickey-Fuller(ADF)及Phillips-Perron(PP)檢驗來查證，在檢驗公式非零均值的假設下，風險逆轉在相對信貸違約掉期息差回歸分析殘差是非靜態的這個零假設。檢驗的臨界值來自MacKinnon (1996)。
3. 當貨幣期權市場領先於主權信貸違約掉期市場，價格發現比率便會較接近1。反之，若主權信貸違約掉期領先於貨幣期權市場，價格發現比率便會較接近0。

短期而言，這兩個變量的相關性並非固定不變的（圖B1.3）。歐元的風險逆轉與歐元區信貸違約掉期息差的相關值為負數（圖B1.3a），這表示風險逆轉越低，息差便越大。在研究期內，這個相關值通常接近–0.5，表示其中一個變量的變動，短期內會對另一變量造成負面的影響。

就瑞郎對歐元的風險逆轉與瑞士的信貸違約掉期息差而言，兩者的相關值在2009年後一般在–0.4左右，但到2011年第4季，由於瑞士國家銀行推出瑞郎對歐元的單方面上限[9]引起市場關注，相關值因而上升至+0.6（圖B1.3b）。這個正相關關係表示，在市場動盪時期，隨著避險需求的增加，瑞郎對歐元升值，而主權信貸違約掉期息差可於短期內顯著上升。

然而，在日圓風險逆轉與日本的信貸違約掉期息差方面，兩者的相關性一直都不顯著，2008年第4季度則例外，當時隨著美國的次貸危機的爆發，美國的主權信貸違約掉期息差大幅飆升，美元扮演著一個異常

[7] 我們採用Engle及Granger(1987)建議的單一公式檢驗，判斷協整變量線性組合的殘差是否處於靜態。一般認為這個估算方法既容易使用，又有極高的一致性。

[8] 這些控制變量包括經濟體間銀行同業拆息的息差、以美元指數代表的一般貨幣波幅、以股市波動指數表示的風險胃納、以TED利差表示的資金流動性約束力，及以股市指數表示的宏觀金融狀況。

[9] 該上限已於2015年1月15日取消。

突出的避險角色(圖B1.3c)。這一現象表示，通常這兩個變量的同期變動是彼此獨立的，但在市場處於不明朗的時期則例外。

除同期關係外，這兩個變量在短期內也會受它們的領先 — 滯後動態左右。[10] 價格發現比率的結果顯示，日本和瑞士的主權信貸違約掉期息差，都有分別領先於日圓和瑞郎風險逆轉的傾向(表B1.A)。在歐元區方面，主權信貸違約掉期息差則傾向滯後於歐元的風險逆轉。

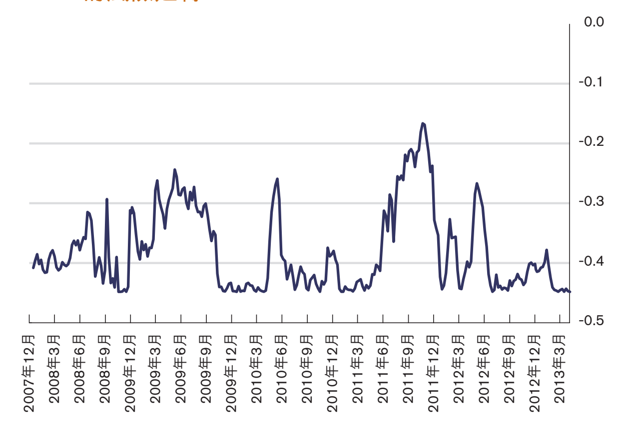
對決策者的啟示

本研究的結果帶來一些政策啟示。研究結果顯示，經濟基本因素，包括經濟狀況及政策的改變，所引發的貨幣波動，會透過短期動態和長期關係，反映在主權信貸違約掉期市場上。讓人憂慮的是，貨幣期權價格與主權信貸違約掉期息差的密切關係，可能讓投機者有機會利用來操縱較小的市場。例如一個交投稀少的主權信貸違約掉期市場，有可能被實力相對雄厚的市場參與者操縱，製造極端的市場狀況從而影響相關的貨幣市場。這類操縱可以放大市場波動，長期而言，更會損害國際金融系統的穩定性和完整度。因此，決策者應對近期的市場發展提高警惕，以防範這種風險。

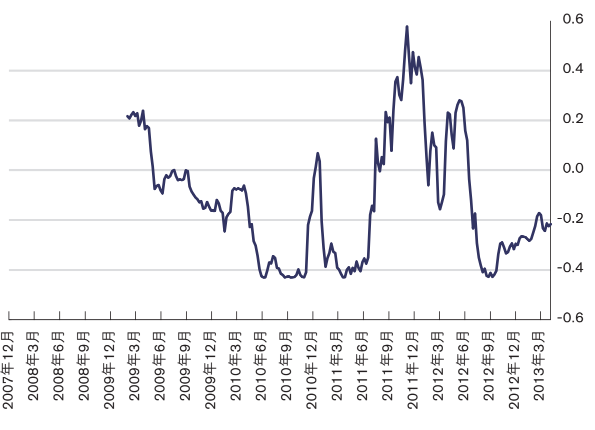
[10] 領先 — 滯後動態指對偏離於長期均衡的價格作出調整。如果貨幣期權市場領先作出調整，主權信貸違約掉期市場隨後作出價格偏差校正，價格發現比率便會較接近1。如果主權信貸違約掉期市場首先作出調整，價格發現比率便會較接近0。詳情請參閱Gonzalo and Granger (1995)，「Estimation of common long-memory components in cointegrated systems」，《Journal of Business & Economic Statistics》13/1，第27–35頁。

表B1.3
風險逆轉與主權信貸違約掉期息差的短期條件性相關值估算[1]

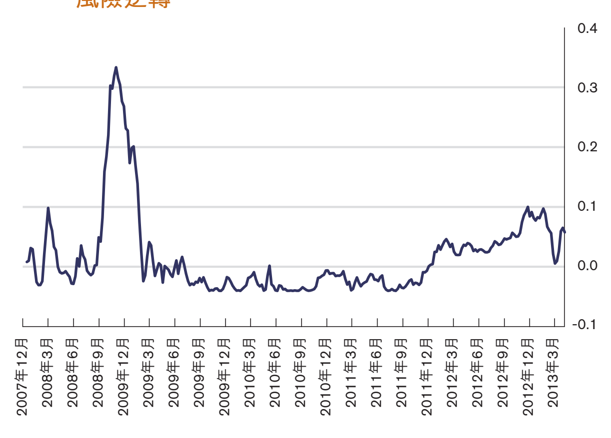
a. 歐元區主權信貸違約掉期息差與歐元(相對美元)的風險逆轉



b. 瑞士主權信貸違約掉期息差與瑞郎(相對歐元)的風險逆轉[2]



c. 日本的主權信貸違約掉期息差與日圓(相對美元)的風險逆轉



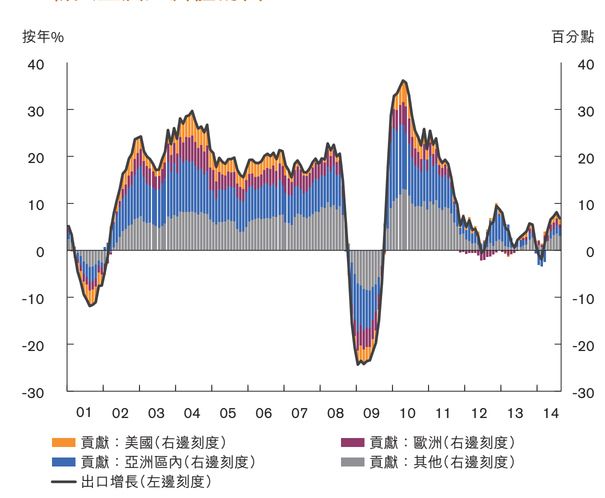
註：
1. 貨幣的風險逆轉為25% delta(正股價格變動風險值)、3個月償還期下，該貨幣價外認購期權的引伸波幅與價外認沽期權的引伸波幅之差。
2. 有條件相關性的估算由2009年1月開始，因瑞士主權信貸違約掉期息差數據於2009年1月起才存在(摩根大通)。

專題2
在美國進口需求模式改變下的亞洲地區的出口表現

原則上，美國增長轉強應該對亞洲的出口有利，但越來越多的跡象顯示，最近的美國增長動力上升，並未像過往一樣，帶動亞洲出現強勁的出口增長。雖然新興亞洲對美國的出口有所回升，但從歷史標準來看，增長速度仍然偏低。特別是當美國經濟在2014年下半年已回復到趨勢增長時，美國對區內的出口增長貢獻仍處於低位。在全球金融危機之前的5年內(即2003至2007年)，美國的需求平均為區內的按年出口增長貢獻2.5個百分點以上。但在2014年下半年，美國的貢獻僅有1.2個百分點(圖B2.1)。這意味即使美國經濟復蘇在過去幾個季度已逐漸企穩，但美國國內生產總值增長加快對區內出口增長的影響已較危機前遜色。在這個背景下，本專題嘗試探討自全球金融危機發生以來，亞洲對美國出口增長疲弱的原因。

定義上，美國自新興亞洲進口佔美國國內生產總值的比率，應該相等於美國自新興亞洲的進口比率乘以美國進口佔國內生產總值的比率。在相同的美國國內生產總值增長下，亞洲對美國出口相對疲弱的增長只可能是由於：(1)亞洲出口商失去美國進口市場的佔有率，或(2)美國進口對美國國內生產總值增長的敏感度已有改變。前者關乎亞洲出口商的競爭力問題，後者則關乎「餅」的大小(進口量)已經縮小，對所有出口國家都有影響。

圖B2.1
新興亞洲經濟體的出口



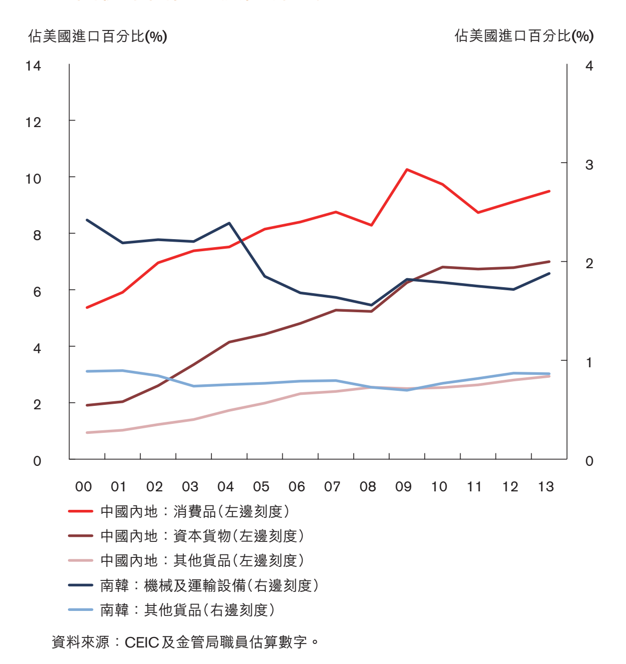
資料來源：CEIC及金管局職員估算數字。

亞洲整體的出口市場佔有率得以維持

我們的分析顯示，雖然不同的亞洲經濟體情況各異，但區內對美國的出口表現轉差，似乎並非是由於失去美國的總體市場佔有率。事實上，亞洲區整體在2012至2014年間的市場佔有率比危機前增加。例如過去10年中國內地佔美國進口的比率持續上升，甚至從2007年起超越加拿大成為美國的最大進口來源地，而且美國對中國內地的消費品和資本貨物的需求皆全面增長(圖B2.2)。與此同時，由於美國對南韓的機械製成品和運輸設備有穩定的需求，南韓佔美國進口的比率最近亦已回升到2007年的水平(圖B2.2)。



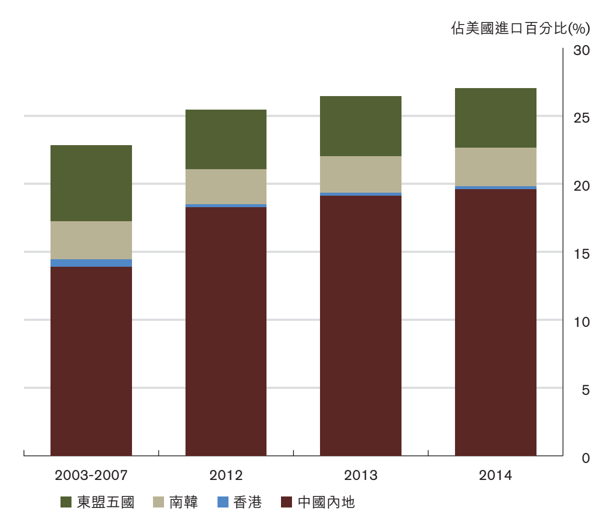
圖 B2.2
美國從中國內地及南韓的進口



資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

相比中國內地和南韓的表現，期內東盟經濟體的市場佔有率則稍有下降。總體而言，東北亞經濟體市場佔有率的增幅，已超過東南亞經濟體市場佔有率的跌幅，令亞洲經濟體的整體市場佔有率近年有所增加（圖 B2.3）。

圖 B2.3
新興亞洲經濟體佔美國進口的比率

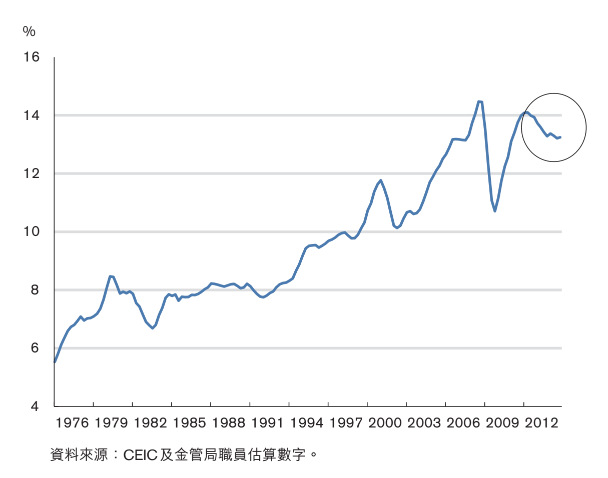


註：東盟五國指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國。
資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

美國進口對國內生產總值增長的敏感度減低成為主因

美國從新興亞洲的進口佔美國國內生產總值的比率在危機後下降，是美國進口佔國內生產總值的比率下跌所造成，而並非亞洲出口商在美國進口市場的整體市場佔有率下降而引致（圖 B2.4）。

圖 B2.4
美國進口佔國內生產總值的比率

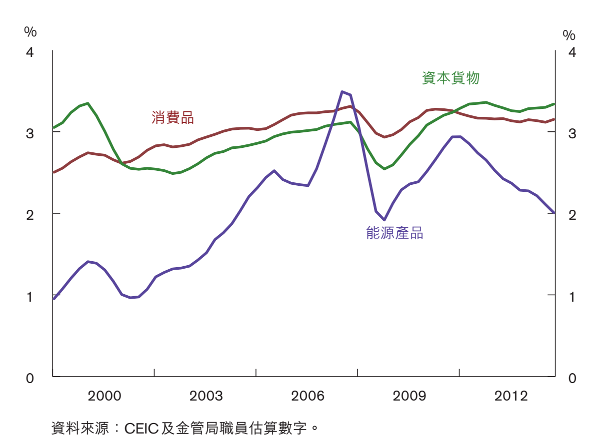


資料來源：CEIC 及金管局職員估算數字。

美國進口佔國內生產總值的比率下降，主要集中在能源產品和消費品方面，資本貨物的進口表現則仍然良好。美國能源產品進口佔國內生產總值的比率近年錄得顯著的下降，而消費品進口的比率在危機後曾一度反彈，但現已逐漸回落（圖 B2.5）。與此同時，資本貨物進口佔國內生產總值的比率已從危機時的急跌反彈，而且一直在危機前的高位企穩（圖 B2.5）。



圖 B2.5
以最終用途分類的美國進口



資料來源：CEIC及金管局職員估算數字。

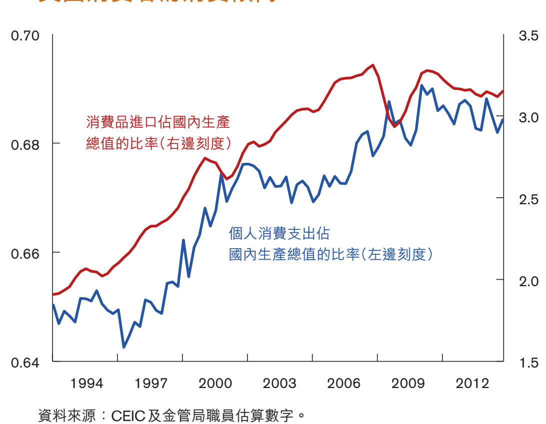
美國對能源產品的進口減少

雖然美國能源產品的進口很大程度上受能源價格的週期性波動影響，然而頁岩氣油革命意味部份能源進口的減少是結構性的。自2014年6月以來，國際原油價格顯著下跌，令美國能源產品的進口價值減低。週期性因素而言，價格下跌的部分原因是由於全球增長放緩，導致石油需求疲弱。結構性因素方面，價格下跌亦與美國的頁岩氣油革命有關，這個情況在過去數年已增加了美國國內的能源生產。有見及此，美國能源資訊署預計從2011至2016年，美國的原油淨進口將會減少42%，而美國也會從2018年開始，由天然氣淨進口國搖身成為淨出口國。頁岩氣油革命是讓美國長遠減少依賴能源產品進口的結構性因素。

美國消費品進口對美國國內生產總值的敏感度減低

對亞洲出口商來說，更為重要的是美國的消費品進口。定義上，美國消費品進口佔國內生產總值的比率受美國消費者的消費傾向（即個人消費支出佔國內生產總值的比率）影響，同時也受個人消費支出的進口比率（即消費品進口佔個人消費支出的比率）影響[11]。這兩個比率已在危機後趨於穩定。美國消費品進口佔國內生產總值的比率大致跟隨美國消費者的消費傾向，在全球金融危機前急速上升，之後則轉趨平穩（圖B2.6）。與此同時，美國消費品進口佔國內生產總值的比率一直緊貼個人消費支出的進口比率（圖B2.7）。對新興亞洲的出口表現來說，最關鍵的問題是，究竟美國邊際消費傾向和個人消費支出的進口比率的形勢有所改變，有多大程度是持久的現象。

圖 B2.6
美國消費者的消費傾向

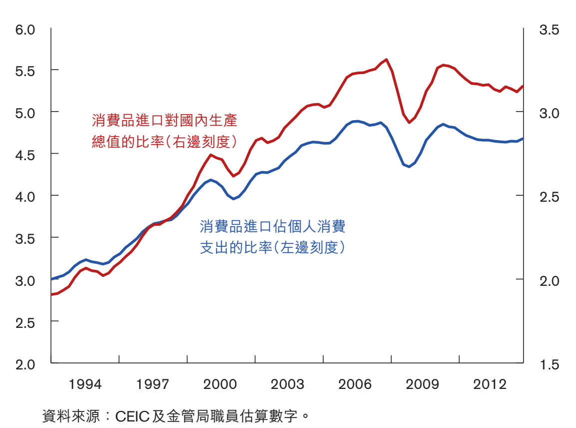


資料來源：CEIC及金管局職員估算數字。

[11] 即消費品進口／國內生產總值的比率＝消費品進口／個人消費支出的比率＊個人消費支出／國內生產總值的比率。

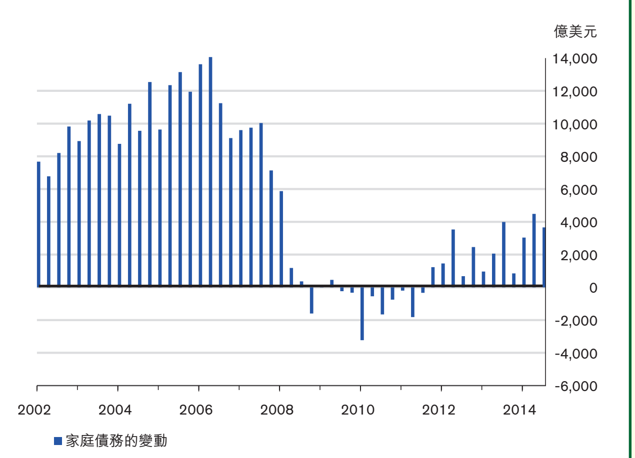


圖 B2.7
美國進口佔個人消費支出的比率



資料來源：CEIC及金管局職員估算數字。

圖 B2.8
美國家庭債務的按季增加



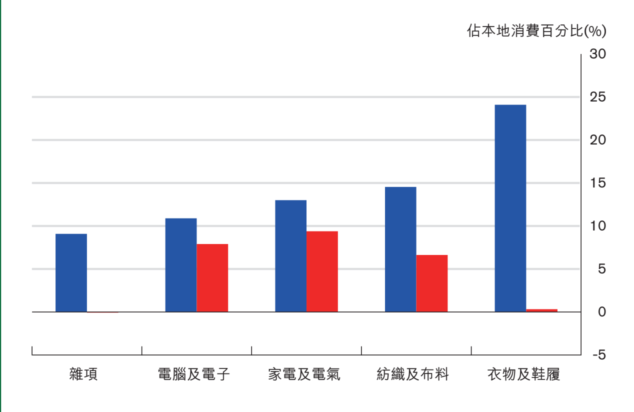
資料來源：CEIC及金管局職員估算數字。

美國消費者的邊際消費傾向會否有進一步上升空間實屬疑問，因為個人消費支出佔國內生產總值的比率已經處於非常高的水平，而且隨著美國消費者信貸在危機後放緩而轉趨平穩。在全球金融危機發生前，美國個人消費支出佔國內生產總值的比率曾一直上升，並於危機發生時達到近70%的高位（圖B2.6）。這反映在危機前美國銀行相對寬鬆的信貸標準，鼓勵了消費者過度借貸來支持消費。然而，由於危機後收緊審慎監管，而且房地產市場亢奮不再，消費者信貸增長的步伐已遠較危機前為慢（圖B2.8）。這情況限制了美國消費者的邊際消費傾向進一步上升的空間，並減低了消費品的進口需求。

與此同時，由於美國製造業的離岸生產趨勢已經減慢，進口佔個人消費支出的比率未必會繼續以危機前的步伐增加。全球金融危機前，較大程度上從本地生產轉為進口的工業都是製衣製鞋等勞工密集的工業。這些工業的生產都轉移到勞工成本明顯較低的新興市場經濟體。這個離岸生產的趨勢增加了危機前個人消費支出的進口比率。全球金融危機後，這些工業的轉移步伐已顯著減慢（圖B2.9）。例如，2000至2007年期間，約有25%的衣履消費由本地轉往海外生產，但在2007至2013年間，這種轉移已少於0.5%。雖然選擇在何處生產的商業決定取決於不同的因素，包括接近客戶、營商便利、稅務優惠、可獲取關鍵材料和直接生產成本，但對勞工密集的工業來說，勞工成本所扮演的角色即使不是主導也是非常重要。在這方面，中國內地是美國消費品的主要出口地，其工資上升趨勢對美國的離岸生產有非常重大的影響。據國際

貨幣基金組織預測，由於人口結構的改變，中國內地的勞動年齡人口將會減少，勞動力長期低廉的日子將會完結[12]。此外，中國內地的製造業已經開始從價值鏈中低附加價值產品往高附加價值產品上移。這些趨勢令中國內地工資上漲，意味著美國離岸生產減慢的趨勢不大可能只是暫時現象，令個人消費支出的進口比率未必會繼續以危機前的速度增加。

圖 B2.9
不同美國工業從本地向海外的生產轉移



資料來源：美國經濟分析局及金管局職員估算數字。

結論

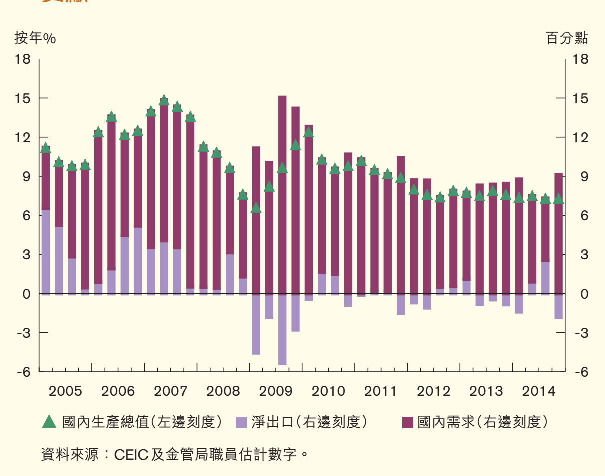
整體而言，新興亞洲經濟體的美國出口，似乎不大可能重歷危機前的強勁增長，特別是一些依賴能源及消費品出口的經濟體。由於更嚴謹的審慎監管及房地產市場亢奮不再，以及製造業的離岸生產趨勢放緩，美國消費傾向已從危機前的高位穩定下來，並會繼續令美國消費品進口需求對美國國內生產總值增長的敏感度低於危機前水平。儘管美國的復蘇強勁，這些趨勢都會遏抑美國從亞洲的進口。

12 《廉價勞工時代的尾聲》，金融及發展，2013年6月，國際貨幣基金組織。

2.2 中國內地

中國內地的國內生產總值在2014第4季度錄得7.3%的按年增長(與對上一季相同),而全年增長則為7.4%(圖2.7)。出口繼續增長,但儘管基建支出保持堅挺,整體國內需求在房地產投資放緩的情況下進一步減弱。通脹壓力仍然疲弱,按年整體消費物價指數通脹率在下半年平均為1.7%,而生產者物價指數則按年下跌約2%。

圖2.7
中國內地:國內需求及淨出口對國內生產總值增長的貢獻

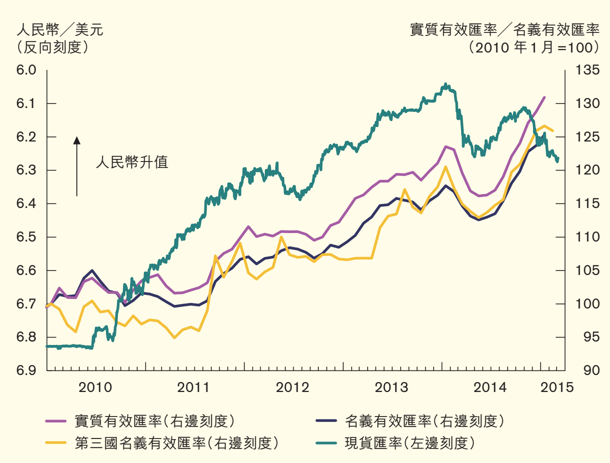


資料來源:CEIC及金管局職員估計數字。

經濟增長動力預期在短期內將會受壓。在交通基建、能源設施和環境保護方面增加支出雖可支持國內生產總值的增長,但房地產市場繼續調整和一些重工業的產能過剩仍將拖累增長動力。在需求壓力疲軟和環球大宗商品價格轉弱的情況下,通脹將仍然受控。3月份的共識預測顯示,2015年全年的內地經濟增長預期為7.0%,消費物價指數通脹則為1.5%。

資金外流壓力在近數月有所抬頭,部分反映對經濟前景的憂慮。與此同時,人民幣兑美元匯率在9至10月升值0.5%,但其後在11至2月貶值2.5%(圖2.8)。然而,隨著各主要貿易夥伴的貨幣對美元出現較顯著的貶值,人民幣的有效匯率繼續升值。展望未來,由於增長動力仍然溫和,而人民幣與美元的利差又可能收窄,再加上人民幣升值預期轉弱,資金外流的誘因仍在。

圖2.8
中國內地:人民幣匯率



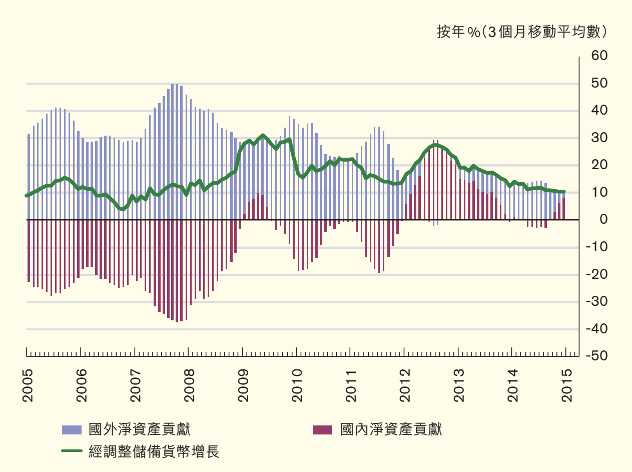
註: 有效匯率指數愈高,表示人民幣愈強。第三國名義有效匯率已計及中國在海外市場所面對其他出口同類商品的經濟體的競爭。

資料來源:國際結算銀行、彭博及金管局職員估計數字。

人行採取措施降低融資成本和維持銀行體系流動性穩定。在通過定向措施持續向銀行體系投放流動性的情況下,儲備貨幣以穩定的步伐增長(圖2.9)。人行於11月下旬及3月上旬下調了基準貸款及存款利率,並在2月上旬全面下調金融機構的存款準備金率50個基點。[13] 與此同時,人行亦推動了利率市場化,於回顧期內兩次調高存款利率上限,由基準利率的1.1倍提升至1.3倍。

[13] 人行亦在2月上旬定向下調城市商業銀行和非縣域農村商業銀行的存款準備金率100個基點。

圖 2.9
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



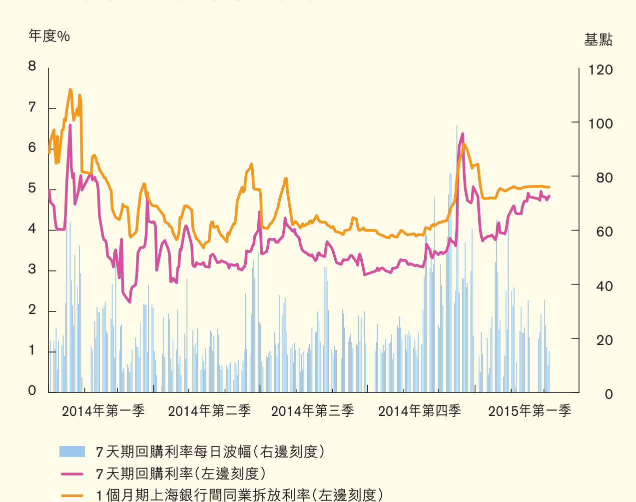
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

基準利率的下調似乎並沒有完全傳遞。由於存款競爭劇烈，一些銀行傾向把存款利率定在利率上限。另一方面，銀行的貸款利率比基準貸款利率下調得少，反映在增長動力放緩的情況下，風險溢價有所上升，以及銀行的資金成本仍然高企。例如，在11月下旬至3月上旬期間，貸款基礎利率下調了46個基點，較基準貸款利率下調65個基點為少。

廣義貨幣(M2)增長繼續放緩，主要反映商業銀行減少購入外匯，而銀行貸款的按年增長在接近年末時稍微回升。非傳統融資活動普遍放緩，部分受監管收緊所影響。例如，按流量計，委託及信託貸款在2014年下半年相對上半年合共減少約30%。[14] 專題3探討內地的信貸分配以及企業槓桿水平增長的驅動因素。

回顧期內，銀行同業拆借市場的流動性波動較大(圖2.10)。貨幣市場利率於早前幾個月大致保持平穩，但到12月則大幅上升，部分反映接近年末時流動性需求有所上升，以及首次公開招股活動的頻密集資所影響。而中國證券登記結算有限公司決定在回購交易中不接受使用評級低於AAA的企業債券，亦可能導致流動性收緊。流動性狀況在1月份有所緩和，但受農曆新年假期前季節性需求和股票市場集資活動所影響，市場流動性在2月份再度收緊。

圖 2.10
中國內地：貨幣市場利率



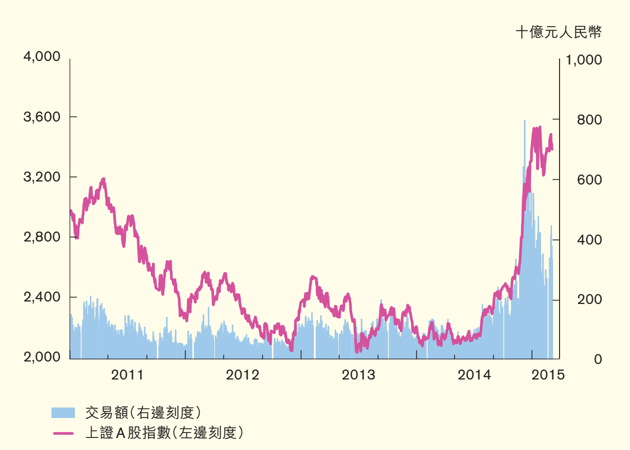
註： 7天期回購利率的每日波幅是按5分鐘數據計算的標準差。
資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

[14] 委托貸款在12月反彈，據報導是受地方政府融資新規實施前，地方政府相關融資活動有所增加所影響。例如，地方政府相關方在2015年前發行的債券，經甄別後可納入地方政府債務。

儘管企業盈利能力普遍減弱，股票市場於回顧期內更為暢旺。上證A股指數從9月份約2,500點升至1月份最高位的3,545點，在2月份有所整固；日均市場交易額由10至11月份的2,112億元人民幣增加到12至2月份的4,050億元人民幣（圖2.11）。股市暢旺反映了多重因素，包括滬港通的推出、利率下調、市場預期經濟改革加快等。

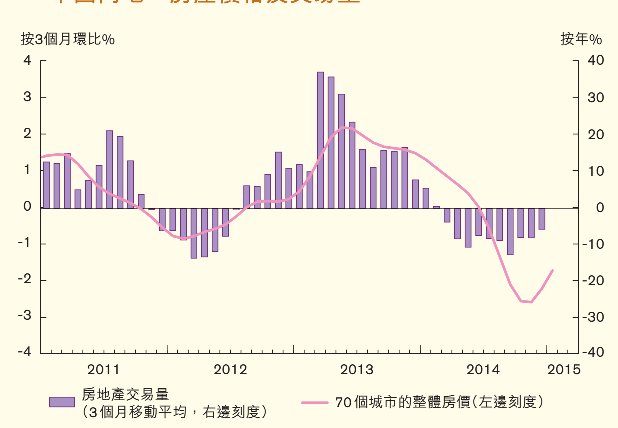
房地產市場於回顧期內進一步調整，房地產價格和成交量持續轉弱（圖2.12）。於9月下旬時，有關主管部門推出了不同措施以支持市場，如放寬房貸標準、降低房貸利率下限等。多個大城市的房地產市場於接近年末時有所改善。例如，北京和上海的商品房銷售面積在12月錄得正數增長，而其房屋價格下跌速度已見減慢。然而，整體房地產市場仍然疲弱。

圖2.11
中國內地：上海股票市場指數及交易額



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

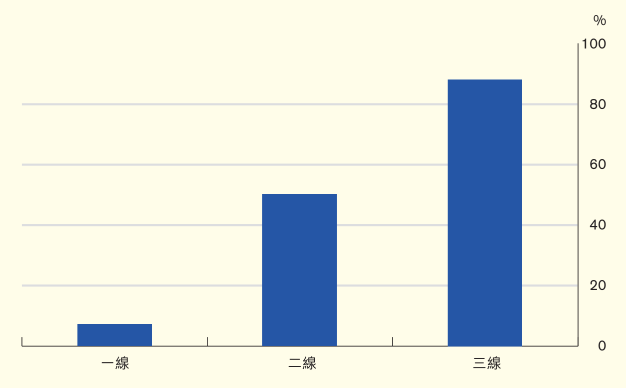
圖2.12
中國內地：房屋價格及交易量



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

房地產市場短期內仍將受壓，特別是較小型城市房地產供應在過去幾年大幅增加的情況下，它們的房屋庫存比大型城市增加得更快（圖2.13）。私營市場的房屋新開工面積於2014年已顯著減少，但保障性住房的供應則有可觀的增加，可能會加劇供求失衡。[15]據報導，房地產發展商的財務狀況普遍進一步轉弱，這將會增加它們下調銷售價格的動力。[16]房地產市場的剛性需求，包括改善型住房需求，仍會保持殷切，但隨著經濟增長動力放緩，銀行理財產品等不同投資選擇增加，過去支持投資需求的多種因素似乎已經減弱。

圖2.13
中國內地：一手住房市場未出售商品房面積的變化



■ 2012-2014（自2011年底的變化）

註：一線城市包括北京、廣州及深圳。二線城市有10個，大部分為省會城市。三線城市有9個，大部分是地級市。
資料來源：中指數據及金管局職員估計數字。

銀行業的資產質素壓力上升，整體不良貸款比率由9月底的1.16%微升至2014年底的1.25%。具體而言，批發業及有嚴重產能過剩的製造業的不良貸款比率較其他行業為高。[17]以地理位置而言，沿海地區的不良貸款比率較高，可能反映該等地區更依靠出口，以及在地方政府融資平台償債能力弱化的情況下，這些地區對地方政府融資平台的承擔較大。事實上，根據對有發行債券的地方政府融資平台的數據分析顯示，這些融資平台的資產回報率已由2013年末的平均1.44%微跌至2014年6月底的1.35%左右，其利息覆蓋率亦在同期由2.5下降至2.3。

房地產市場持續調整及一些製造業的產能過剩仍對銀行資產質素構成主要的壓力。事實上，我們的分析顯示，在主要的上游行業中，如鋼鐵及燃料加工等，虧損企業的比例較去年同期為高。[18]此外，根據上市公司數據作出的估算，這些行業近期的違約可能性仍較其他行業為高（圖2.14）。

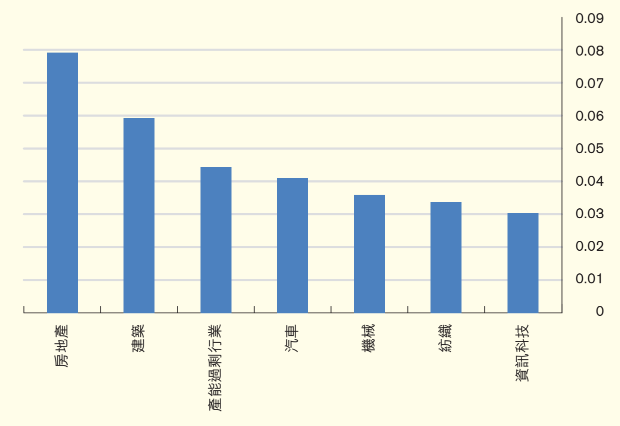
[15] 2014年保障性住房竣工數量達510萬套，而一手市場的商品房住房銷售在2013年則約為1,100萬套。2014年12月，保障性住房施工數目約為1,280萬套。

[16] 例如，上市房地產發展商的資產回報率已從2014年第2季的2.76%進一步下跌至第3季的2.58%。

[17] 作為參考，中國建設銀行的數據顯示，其批發／零售業的不良貸款比率在2014年6月底已超過5%。

[18] 例如燃料加工業的虧損企業比例已由2013年的24.6%升至2014年的26.7%。

圖2.14
中國內地：主要行業的違約可能性
(2013年第3季至2014年第4季)



註： 產能過剩行業包括水泥、煤炭、玻璃、鐵、造船及鋁。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

鑑於這些憂慮，有關主管部門已加強了對正規和非傳統融資活動相關的風險管理。政府於2014年10月發佈了加強管理地方政府性債務的意見；例如，地方政府的融資活動需納入預算管理中。而中國銀行業監督管理委員會(銀監會)繼2014年上半年推出管理信託業務風險的規例後，亦於2015年1月上旬發佈了收緊委託貸款監管的草擬規則。具體而言，5類資金(例如銀行向公司借出的款項)不可用於委託貸款。

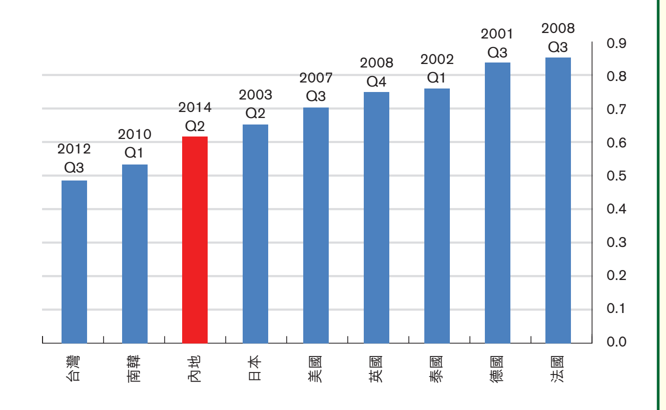
專題3
為何內地企業的槓桿水平近年快速上升？

過去數年信貸迅速擴張以及增長動力減弱，引起了市場對中國內地企業負債水平的關注。本專題採用公司層面的數據以研究內地不同行業以及不同所有制的企業槓桿水平。具體而言，我們探討過去幾年推高企業負債水平的因素，並討論企業負債對金融穩定的影響。

企業負債的明細分析

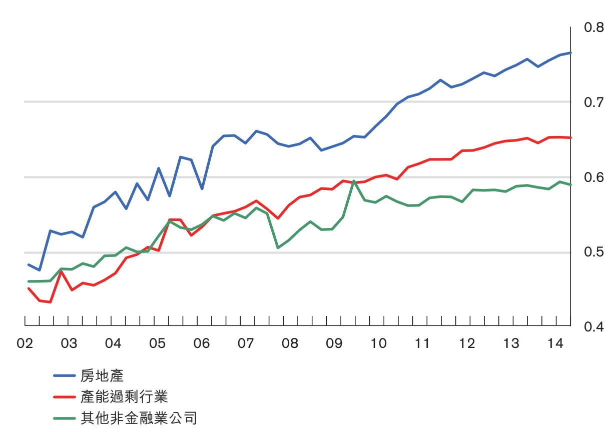
雖然非金融企業整體上的槓桿水平似乎並不特別高，但房地產發展商和產能嚴重過剩行業的槓桿水平在過去數年快速上升。在我們的分析中，企業槓桿水平是以債務與資產比率衡量的。從圖B3.1可以看出，內地非金融企業的槓桿比率，較先進經濟體及一些新興經濟體(如泰國等)高峰時的槓桿比率為低。雖然如此，房地產發展商的槓桿比率已由2008年的0.64升至2014年第3季0.76的高點(圖B3.2)。2005至2007年間，產能嚴重過剩行業(如鋼鐵、玻璃及煤碳等)的槓桿比率一直與其他非金融公司的平均比率相近，但從2008年起則較其他非金融公司為高。

圖B3.1
2000年以來不同經濟體非金融企業高峰時的槓桿比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖B3.2
不同非金融行業上市公司的債務與資產比率

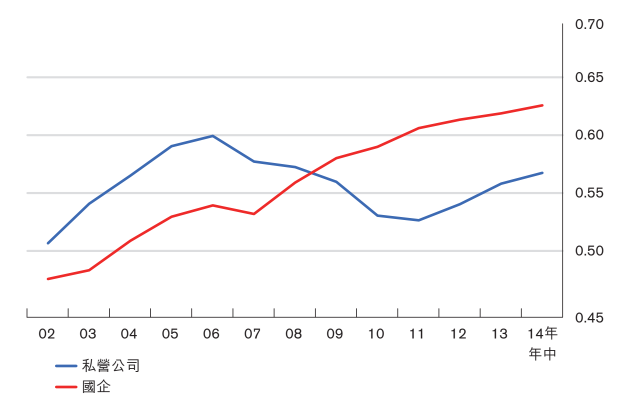


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

按所有制劃分，在全球金融危機後槓桿上升的公司主要為國有企業(國企)(圖B3.3)。在2008年前，私營企業的債務與資產比率遠高於國企，但自2009年以來則正好相反。國企的槓桿比率在2008年以後仍繼

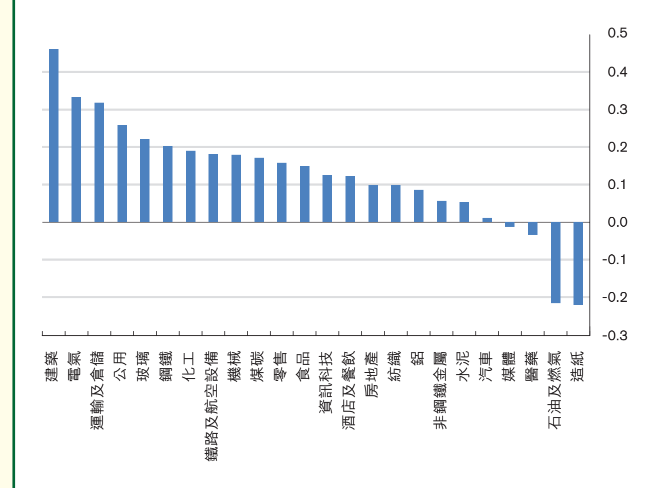
續上升，而私營企業的整體槓桿比率則進一步下降，於近年才稍為上升。在國企中，建築、公用及產能過剩行業在2009年後的槓桿比率變動較其他行業為大（圖B3.4）。

圖B3.3
按所有制劃分的非金融行業上市公司債務與資產比率



資料來源：WIND及金管局職員估計數字。

圖B3.4
從2003–2008年間到2009–2013年間國企槓桿比率的變動



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

甚麼因素推高近年內地企業的槓桿水平？

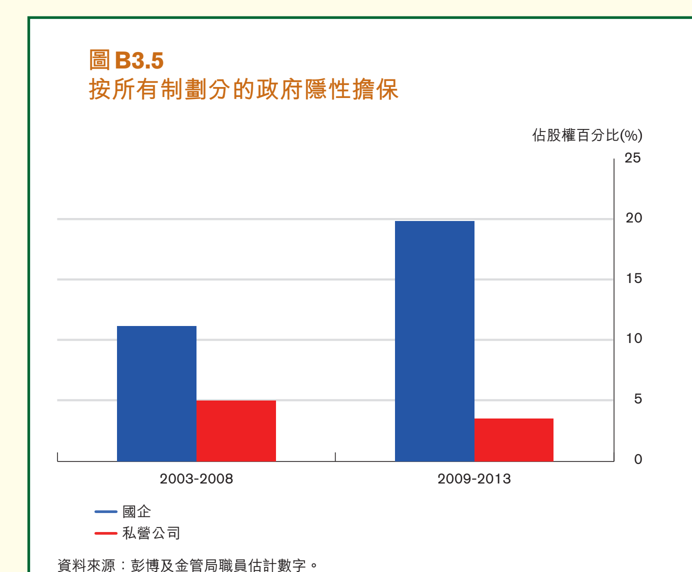
有說法認為，政府隱性支持在一定程度上推高了過去數年的企業負債水平。具體而言，由於國企具有支持國內生產總值增長以及維持勞工市場穩定的政策負擔，為了應對經濟放緩，這些國企在政府支持下借貸的誘因可能會較私營公司為大。另一方面，銀行或會認為國企是較安全的借貸公司。因此，相較私營公司而言，銀行有更強的誘因向國企貸款，特別是在經濟低迷的時期。

事實上，我們的分析顯示，投資者普遍認為國企比私營企業獲得較多的政府隱性擔保，特別是在2008年以後（圖B3.5）。政府隱性擔保的力度，是根據債券發行公司及上市公司的數據，以認沽期權及以信貸息差計算的預期違約損失的差額來估算。[19]這反映市場認為一旦發生違約，政府將給予有關企業支持的規模。按行業劃分，我們的估算顯示，投資者認為一向被視為增長引擎的建築業、房地產業和主要重工業得到的隱性擔保，較其他非金融行業為多（圖B3.6）。[20]

[19] 認沽期權是根據默頓模型並以債務值作為行使價，信貸息差則為撇除流動性風險成分後，企業債券與政府債券的息差。

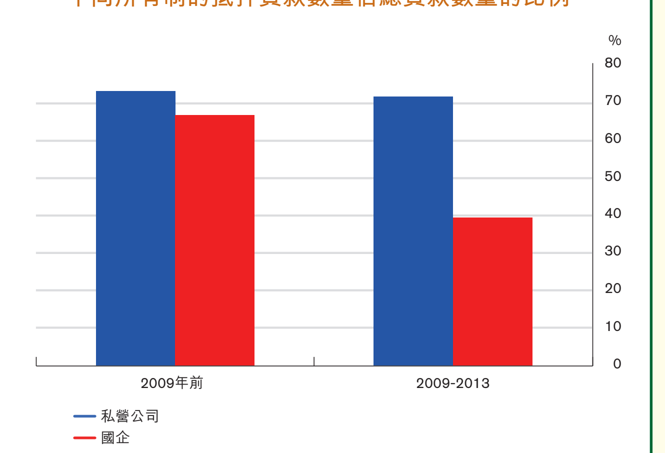
[20] 不同行業政府擔保的價值，是每個相應行業內個別企業獲得的政府擔保的匯總。

圖 B3.5
按所有制劃分的政府隱性擔保



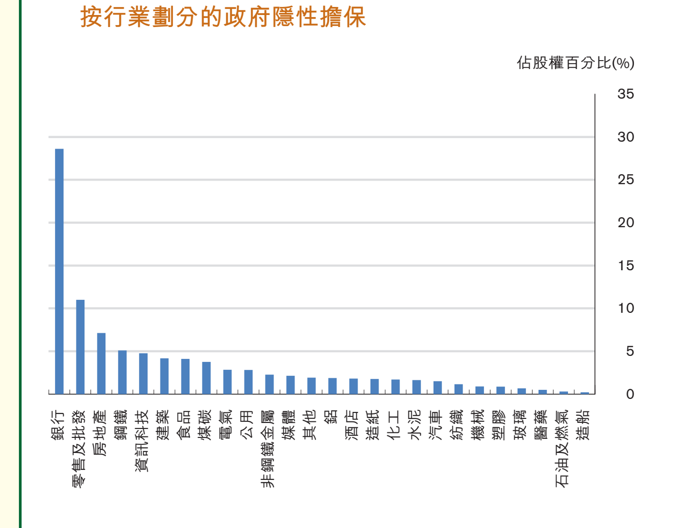
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.7
不同所有制的抵押貸款數量佔總貸款數量的比例



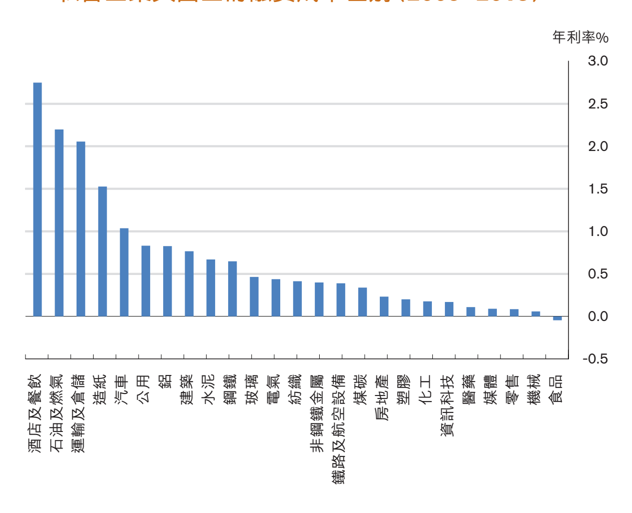
註： 2009年前的數據涵蓋1988至2008年。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.6
按行業劃分的政府隱性擔保



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖 B3.8
私營企業與國企的融資成本差別（2009–2013）



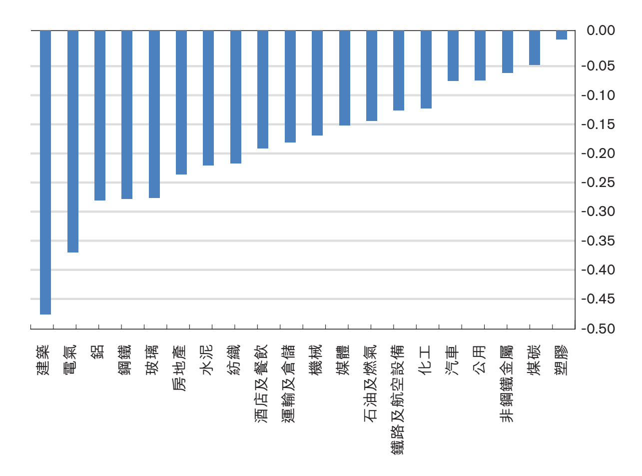
註： 正數表示在同一行業內，私營企業較國企支付更高的融資成本。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

因此，國企的借貸條件較私營公司為好。上市公司的數據顯示，於過去數年，少於40%的國企貸款是有抵押的，而私營公司則約為70%（圖B3.7）。此外，公用事業和主要重工業的國企所付的融資成本也較私營企業為低，特別是餐飲、運輸、石油及燃氣、以及造船業（圖B3.8）。

為探討內地的企業槓桿水平在多大程度上是受政府隱性支持所推高，我們進行了一項反事實分析。這項分析假設，在沒有政府擔保下，國企按市場條件進行借貸。在分析中，我們採用了最優資本結構模型，即假設國企沒有任何政策負擔，而且以企業價值最大化決定借貸規模。在反事實分析中，我們也假設國企須支付與私營企業同等的融資成本。模型中的主要借貸決定因素包括資產波幅、稅率、破產成本和無風險利率。具體而言，企業資產波幅的增加一般會減低其借貸能力，而融資成本的上升則會抑制借貸的誘因。

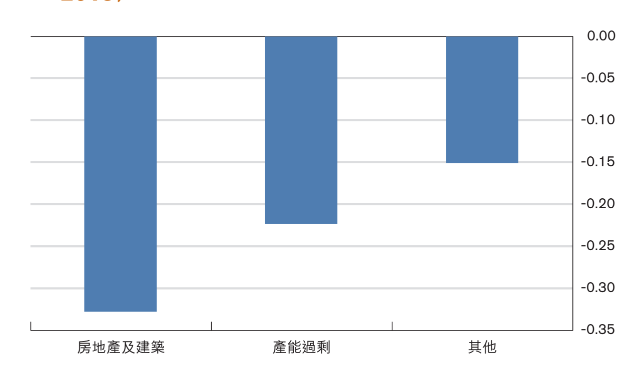
確實地，分析顯示國企在沒有政府隱性擔保的情況下，借貸會大為減少。在2009至2013年期間，建築業的國企的槓桿比率會降低45個百分點以上，鋼鐵及鋁業的國企也會大幅減少借貸（圖B3.9）。房地產國企的槓桿比率會降低近25個百分點。若以組別劃分，房地產 — 建築業中的國企的槓桿比率會減低30個百分點以上，而產能過剩行業（例如鋼鐵、鋁、玻璃、以及水泥等）的槓桿比率會減低約20個百分點；其他行業中的國企的槓桿比率則減低15個百分點左右（圖B3.10）。總括而言，這些估計數字顯示，在大規模經濟刺激措施推出後，企業槓桿水平確實在很大程度上被政府隱性擔保推高。

圖B3.9
在反事實分析中各行業國企槓桿比率的變動（2009–2013）



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖B3.10
在反事實分析中各組別國企槓桿比率的變動（2009–2013）



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

中國內地企業槓桿增長主要受政府隱性支持所推高這項發現，顯示資金使用效率可能較低，並對銀行的資產質素構成不確定性。事實上，槓桿水平不斷上升的產能過剩行業和房地產發展商，其盈利水平與償債能力近年已見減弱。具體而言，產能過剩行業的上市公司，近數季度的平均資產回報率僅徘徊於約1%。這些公司的利息覆蓋率亦在過去10年一直下滑，近數個季度更只有1左右。

出於這些擔心，政府近期已採取措施優化信貸分配，例如限制銀行貸款流向產能過剩行業的低效公司，以及實施定向措施以鼓勵銀行向小微企業及"三農"貸款。若這些措施能夠有效實施，資金使用效率將會相應改善。

結論

本專題的主要訊息概述如下：

- 雖然非金融企業部門的槓桿水平整體上尚未過高，但國企 — 特別是房地產發展商及產能過剩行業的企業 — 的槓桿水平快速上升。

- 國企槓桿主要被政府隱性擔保所推高，建築公司、房地產發展商及產能過剩行業的企業尤其如此。

- 企業負債受政府隱性支持所推動，顯示資金使用效率可能有所減弱和企業償債能力惡化。政府近期已採取措施優化信貸分配。如果這些措施得以有效實行，資金使用效率將會相應改善。

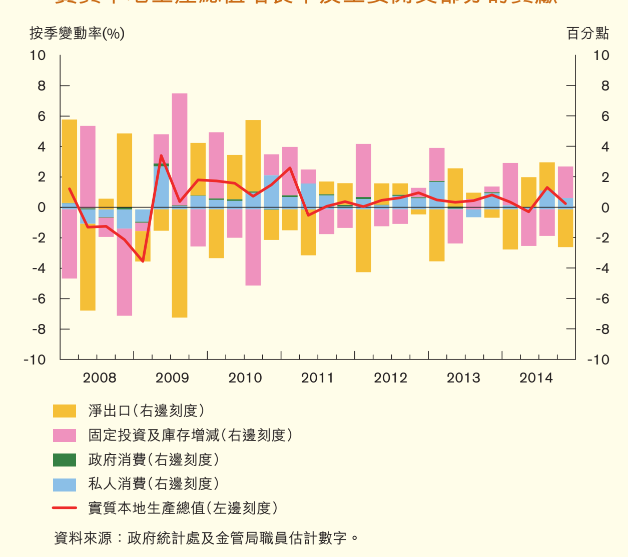
3. 本港經濟

香港經濟於2014年下半年以溫和步伐擴張，私人消費持續增長，整體投資支出輕微改善，抵銷了外貿疲弱的影響。預期2015年經濟增長仍將緩和，但可能面對來自全球增長前景和貨幣狀況的風險。受惠於進口價格偏軟，以及本地增長動力溫和，本地通脹預料將會受控。

3.1 實體經濟活動

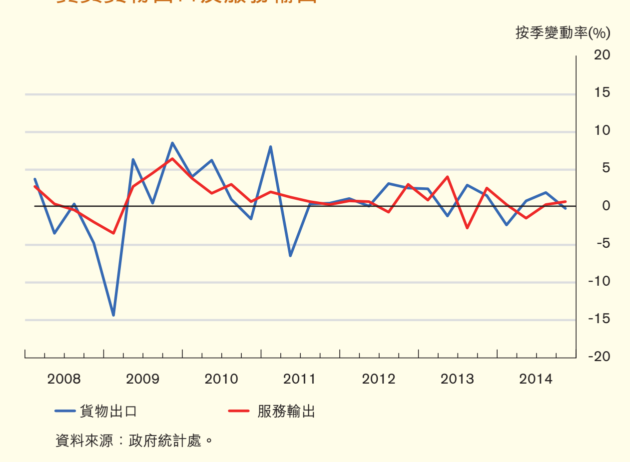
香港經濟於2014年下半年繼續以低於長期平均水平的速度增長。由於外貿環境轉差，經季節性因素調整的本地生產總值按季實質增長由第3季的1.4%回軟至第4季的0.4%（圖3.1）。海外需求疲弱拉低了香港的貨物出口表現，令淨出口在第4季又成為本地生產總值增長的顯著拖累。相比之下，由於入境旅遊收入有所改善，服務出口錄得輕微增長（圖3.2）。另外，本地需求與上半年相比有所增加。由於樓宇及建造活動蓬勃和庫存增加，整體投資支出略有改善，不過營商前景反覆，資本投資仍然偏弱。勞工市場狀況仍然穩定，則繼續支撐私人消費增長。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支部分的貢獻



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

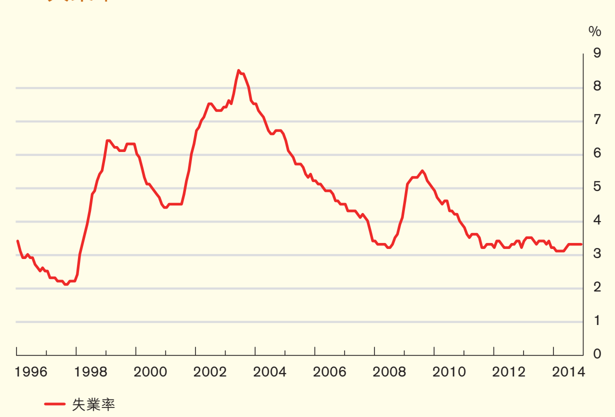
圖3.2
實質貨物出口及服務輸出



資料來源：政府統計處。

本地生產總值的按年實質增長率持續溫和，於第3季及第4季分別為2.7%和2.2%。以2014年全年計，增長率減慢至2.3%，不單比對上一年的2.9%為低，也遠低於過往10年的平均年增長率3.9%。增長減慢主要反映本地需求增長放緩以及外貿表現失色。勞工市場狀況在下半年也稍為緩和，失業率由上半年的3.2%微升至下半年的3.3%（圖3.3）。2014年的總就業人數微升0.9%，是過去4年的最低升幅，意味著勞動力需求回軟。

圖3.3
失業率



資料來源：政府統計處。

預期香港經濟在2015年將繼續以溫和步伐增長。在美國的帶動下，預期全球增長將會略為加快，對香港的出口表現應有一定的支持。然而，出口增長難望有大幅的改善，原因是歐元區和日本的需求仍然疲弱，中國內地及其他新興市場經濟體的增長亦正在放緩。本地方面，勞工市場狀況穩定，應會繼續支撐私人消費增長。大型公共基建工程和私營建造活動應可維持暢旺，不過營商前景反覆，加上將來利率可能上升，都可能令到商業資本投資繼續受壓。2015/16年度政府財政預算案的若干一次性紓緩措施，亦應有助支持經濟活動。

金管局內部編製的綜合領先經濟指標的6個月增長率偏軟，預示2015年上半年的增長動力溫和（表3.A）。共識預測顯示，香港經濟在2015年全年的增長率平均為2.6%，而政府則預測增長速度介乎1至3%。

表3.A
同步經濟指標及領先經濟指標的近期走勢

	1個月變動百分比		6個月變動百分比	
	同步經濟指標	領先經濟指標	同步經濟指標	領先經濟指標
2014				
1月	2.4	0.5	6.2	2.7
2月	-2.8	0.4	3.2	2.8
3月	-0.2	-0.3	2.5	2.1
4月	-2.2	0.3	-0.1	2.2
5月	0.1	0.6	-2.1	2.0
6月	-1.1	0.4	-3.8	1.9
7月	0.9	0.3	-5.2	1.8
8月	0.8	0.2	-1.7	1.6
9月	3.1	0.1	1.5	2.0
10月	0.8	0.4	4.6	2.0
11月	2.5	0.4	7.1	1.8
12月	-1.9	0.5	6.2	1.9
2015				
1月	不適用	0.6	不適用	2.2

註： 領先經濟指標的6個月變動率常用於檢測經濟週期轉折點。
資料來源：金管局職員估計數字。

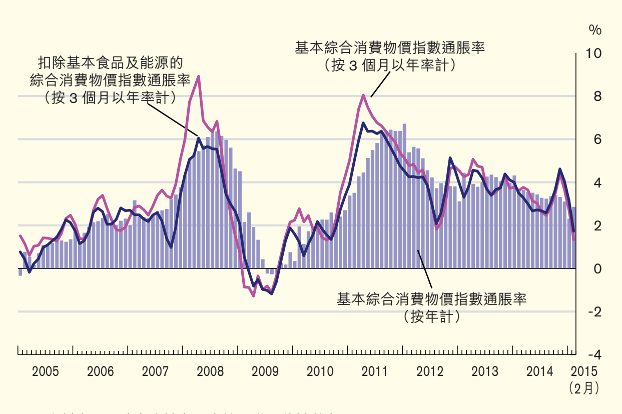
經濟前景仍存在一些不明朗因素和風險。先進經濟體的貨幣政策路向分歧，有可能導致匯率、資金流及環球金融狀況波動更大，並可能透過不同的金融渠道對香港經濟產生負面影響，尤其是美國利率正常化的時間及步伐仍然是主要的不明朗因素。當利率上升周期展開，香港的貨幣狀況無可避免會收緊，繼而可能會遏抑實體經濟活動。加息亦可能遏抑香港房屋需求，

並可能對樓價構成壓力。假使物業市場大幅調整，整體經濟亦會受到影響，例如減少私人消費及商業投資。此外，美元持續強勢，加上美國利率趨升，有可能增加風險資產定價突然調整的風險和資金外流的壓力，也可能會加重美元借款人的償債負擔。油價走勢仍然非常不明朗，尤其是如果油價大幅波動，可能對石油輸出國及能源公司構成金融風險和融資及信貸壓力，並且增加外溢到環球金融市場的風險。

3.2 消費物價

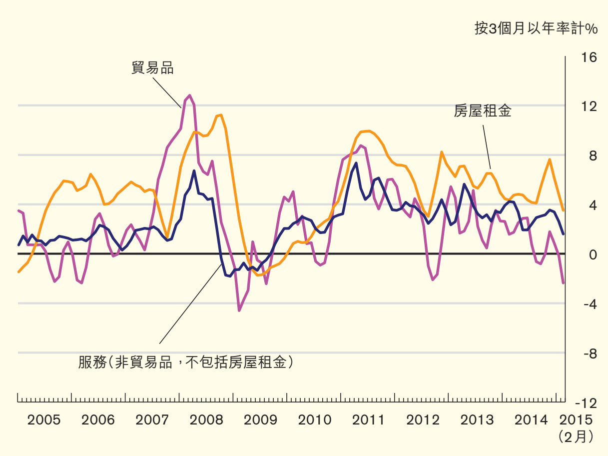
本地通脹動力在2014年下半年稍為增強，但於2015年初有所減弱。按3個月以年率計的基本通脹率由8月的2.4%上升至11月的4.3%，但受到較緩和的房屋租金通脹及服務通脹所影響，通脹率下降至其後2015年2月的1.3%（圖3.4）。同時，按年基本通脹率亦自2014年第4季有所下降，於2015年2月為2.8%。

圖3.4
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

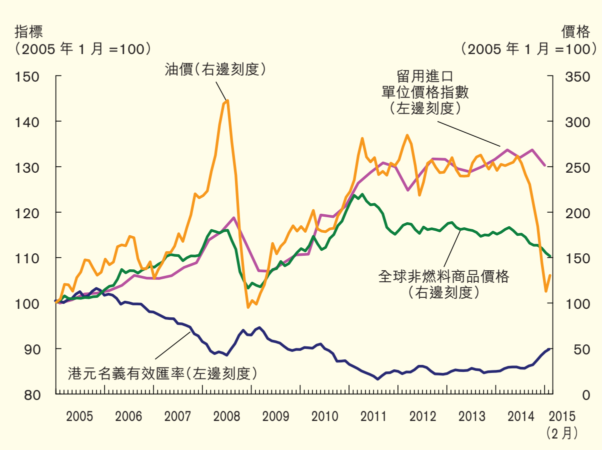
圖3.5
按主要組成項目的消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季通脹動力預料將保持溫和。進口價格及服務通脹預期偏軟，將有助抑制通脹壓力。尤其預計油價持續低企，全球食品及商品價格普遍偏軟，港元預期跟隨美元升值，以及中國內地的溫和通脹壓力，都會抑制香港近期的進口價格通脹(圖3.6)。溫和的本地增長動力，預期輕微負數的產出缺口及穩定的勞工市場狀況，都有助於抑制服務組成項目的通脹壓力。整體而言，2015年的按年通脹率可能會下降，而政府的最新通脹率預測則為3.0%，比2014年的3.5%為低。

圖3.6
商品及入口價格



資料來源：彭博、國際貨幣基金組織及政府統計處。

通脹前景正變得不明確，並面臨上行及下行兩方面的風險。上行風險方面，若美國的加息周期因通脹壓力受抑制而延後，以及歐元區及日本的貨幣寬鬆政策導致全球貨幣狀況比預期更寬鬆，都可能導致資產價格上升，以至更普遍地增加本地通脹上升壓力。尤其若寬鬆的貨幣狀況助長本地物業的需求，物業價格的上行壓力將會增加，並推高租金通脹。

下行風險方面，中國內地增長繼續減速的風險，以及歐元區增長比預期為慢的風險仍在，均可遏抑香港的短期增長，令通脹前景不明朗。若全球增長比預期為慢，導致全球食品及商品價格進一步下調，將會對進口價格構成下行壓力。與此同時，若美國加息步伐較預期為快，從而增加資金外流壓力並引發市場情緒轉變，以及本地房屋供應的不明朗因素，都可能增加物業市場的下行風險，構成本地通脹的下行壓力。

4. 貨幣及金融狀況

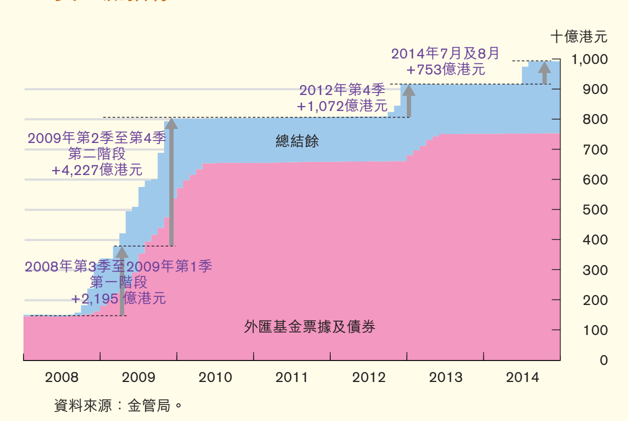
匯率、資金流及貨幣動向

雖然環球金融市場波動和新興市場貨幣面對貶值壓力，港元匯率仍然穩定而且交易有序。銀行的流動性保持充裕，但隨著信貸需求轉弱，貸款增長已顯著放緩。展望未來，先進經濟體的增長走勢和貨幣政策路向分歧，特別是美國利率正常化的時間和步伐仍不確定，將會對香港的資金流、貨幣和金融穩定構成主要的風險。

4.1 匯率及資金流

港元兑美元現貨匯率於2014年下半年在7.75至7.77之間上落。由於商業及股票相關的資金需求強勁，強方兑換保證於7月和8月初多次被觸發，令總結餘相應增加（圖4.1）。到9月底及10月初，美元強勢，加上市場對全球經濟前景的憂慮重燃，導致本地股市出現調整，港元匯率因而回軟。港元匯率於12月初受到股票相關的資金需求增加所帶動而轉強，但於12月中有所轉弱，原因是首次公開招股募集的資金被滙走。

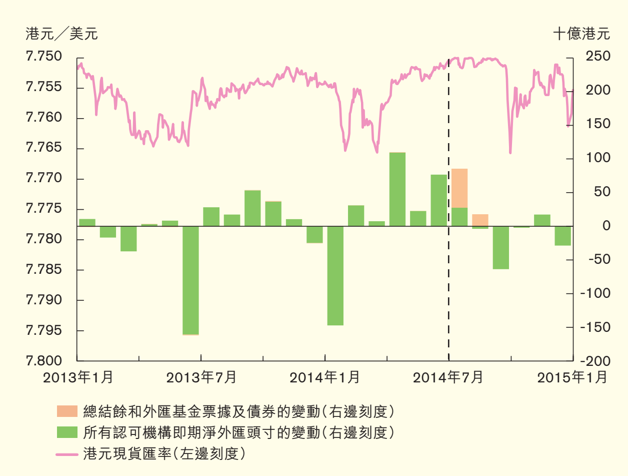
圖4.1
資金流指標



資料來源：金管局。

整體而言，港元維持穩定，而且銀行即期淨外匯頭寸於第4季變動甚少，顯示該季並沒有出現港元大幅淨流入或流出非銀行私人部門（圖4.2）。

圖 4.2
資金流指標及匯率



註：資金流指標的正值表示流入。
資料來源：金管局及職員估計數字。

踏入2015年初，瑞士國家銀行取消瑞士法郎兑歐元的上限，國際貨幣市場大受震盪，不過港元仍維持有序交易。港元現貨匯率一度轉強並短暫停留在接近7.75的水平，其後重回原本水平。政府與金管局重申會致力維持聯繫匯率制度。

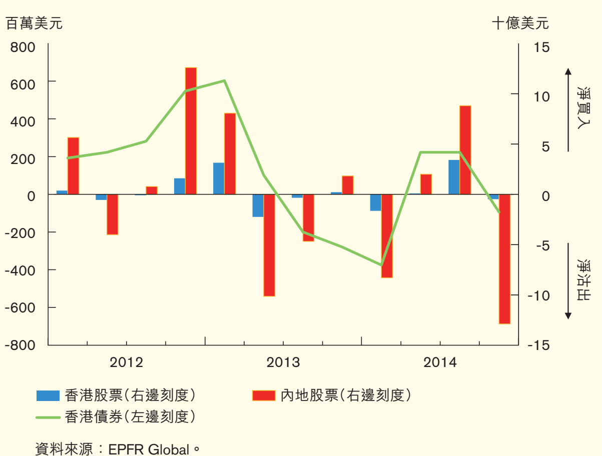
證券投資資金流方面，第3季出現大額的資金流入，這與港元流向大致吻合。國際收支平衡統計資料也顯示，隨著香港居民減持外地股票，而非本地居民則在香港買入大量香港股票，第3季出現顯著的股票證券投資資金流入（表4.A）[21]。債務證券投資方面也顯示類似的資金流入狀況。然而，到第4季，市場憂慮全球增長前景轉差，地緣政治局勢緊張以及國際貨幣市場波動加劇，都為本地的投資環境蒙上陰影。一項對全球互惠基金進行的調查亦顯示該季有股票及債務證券投資資金流出（圖4.3）。

表 4.A
跨境證券投資資金流

（十億港元）	2012	2013	2014 第1季	2014 第2季	2014 第3季
來自香港居民					
股權及投資基金份額	-159.6	-179.4	-75.7	10.7	32.9
債務證券	-151.3	-335.2	63.3	-100.3	40.3
來自非香港居民					
股權及投資基金份額	224.5	67.6	-8.5	24.7	160.3
債務證券	54.9	61.0	9.4	11.4	11.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

圖 4.3
股票及債券相關資金流的市場調查



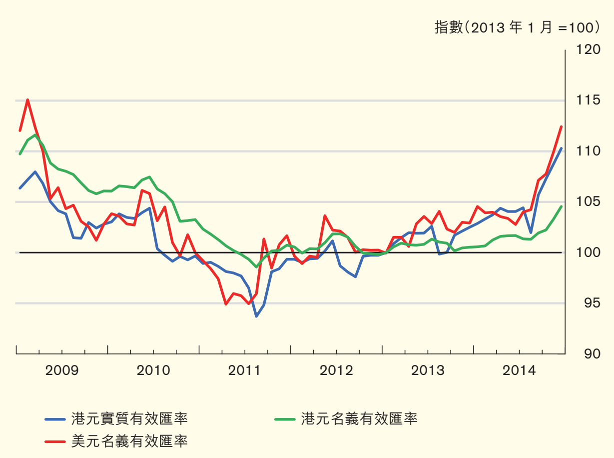
資料來源：EPFR Global。

隨著「滬港股票交易互聯互通機制」（滬港通）於11月推出，香港與中國內地之間的股票證券投資資金流有所增加。在這個初期階段，北向交易的規模普遍比南向交易的規模為大，部分反映環球對中國內地股票的需求較大。事實上，由於香港與中國內地之間的經濟融合愈趨緊密，兩地的投資資金流總額已大幅增長。專題4回顧這些跨境資金流的發展，並討論其對香港經濟的意義。

[21] 在編寫本報告時，第4季的國際收支平衡統計資料尚未發佈。

隨著美元轉強，港元的貿易加權名義有效匯率指數在2014年下半年上升2.8%(圖4.4)。這個指數的作用，是用來衡量港元較一籃子貿易夥伴貨幣的相對價值。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距擴大，港元的實質有效匯率指數錄得6.0%的較大升幅。香港的整體通脹率較貿易夥伴為高，主要反映以往一些本地一次性紓困措施已逐步消減，以及主要經濟體面對通脹下行壓力。

圖4.4
名義及實質有效匯率



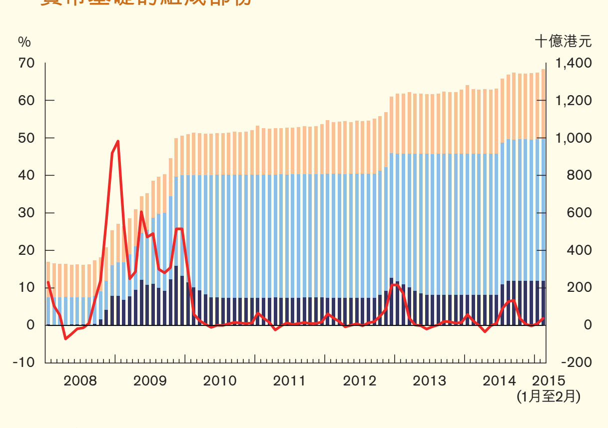
註：實質有效匯率指數經季節因素調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，美國利率正常化的時間和步伐仍不確定，可能會增加香港資金流的波動和逆轉風險。事實上，與美元轉強及油價急挫相關的金融穩定風險，已於2014年底在一些較脆弱的新興經濟體中引起震盪。雖然港元到目前為止所受的影響甚少，但不能排除避險情緒一旦突然高漲，這種震盪會透過不同的金融渠道對香港產生負面影響。另一方面，歐央行的擴展資產購置計劃及日本央行的量質化寬鬆，仍可能會助長環球風險胃納以及支持資產價格，從而增加資金流入香港的機會。這些因素的相對強弱，將會無可避免地影響香港資金流的規模和波動幅度。因此，預期港元現貨匯率在短期及中期內可能會出現更多的波動。

4.2 貨幣及信貸

香港的貨幣及信貸環境於2014年下半年及2015年初維持寬鬆，銀行體系流動資金充裕，利率一直處於低位。儘管外圍環境波動，貨幣市場仍然運作暢順，並沒有出現失序調整。於7至8月時強方兌換保證多次被觸發，市場流動資金更為充裕，總結餘進一步上升。因此，港元貨幣基礎在之前大致持平約一年後，於2014年下半年上升6.6%（圖4.5）。其他貨幣基礎的組成部分，例如負債證明書、流通紙幣及硬幣、未償還外匯基金票據及債券等，則變動不大。

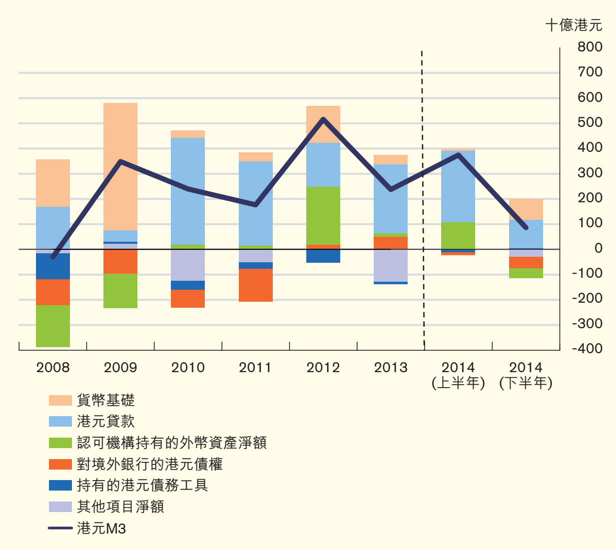
圖4.5
貨幣基礎的組成部份



資料來源：金管局。

雖然貨幣基礎在下半年以較快的速度增長，貨幣總量則以較慢速度上升。按年率計，下半年港元廣義貨幣供應（港元M3）僅上升3.3%，比上半年14.4%的增長慢，主要受定期存款及非銀行部門持有的可轉讓存款證拉低。以對應資產分析，下半年貨幣增長減慢，主要反映貸款增速減慢，而認可機構淨外幣資產以及對境外銀行的港元債權均有減少，這些都對貨幣增長有緊縮性影響（圖4.6）。

圖4.6
港元M3及其對應資產變動



註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及撇除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。

資料來源：金管局職員估計數字。

作為港元M3的主要組成部分，港元存款在下半年按年率計僅增加3.7%，明顯較上半年14.7%的增速慢(圖4.7)。而美元存款及其他外幣存款的增幅按年率計分別加快至16.0%及14.2%，其中人民幣存款按年率計以16.8%的更快速度增長。整體上，下半年認可機構的存款總額按年率計上升9.6%，與上半年的增速相若。

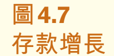
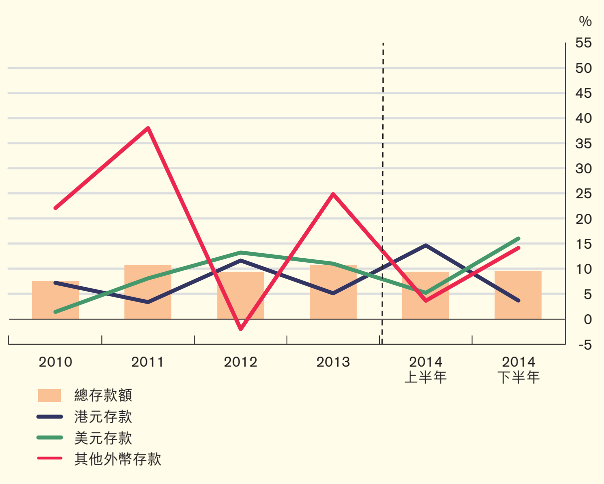


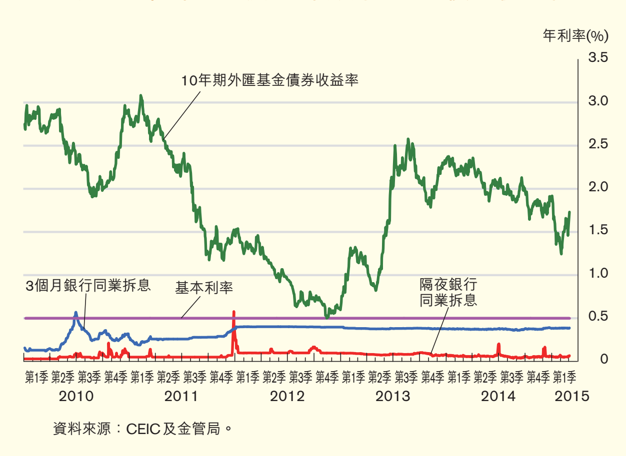
圖4.7
存款增長



註：2014年上半年及下半年的增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

批發融資成本於2014年下半年繼續處於低水平，主要反映流動資金充裕。隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別徘徊於0.06%及0.37%，明顯低於基本利率0.5%的水平(圖4.8)。短期銀行同業拆息偶有波動，這是由於股票融資需求以及季末及假期前夕銀行流動資金需求增加所致。港元收益率大致跟隨美元收益率變動，中期債券的收益率上升，長期債券的收益率則下降。10年期外匯基金債券的平均收益率由6月的2.05%下跌至12月的1.79%。與此同時，反映香港零售銀行平均融資成本的綜合利率由0.47%下跌至0.39%。於下半年，新造按揭的平均貸款利率維持在1.95%左右的低位。

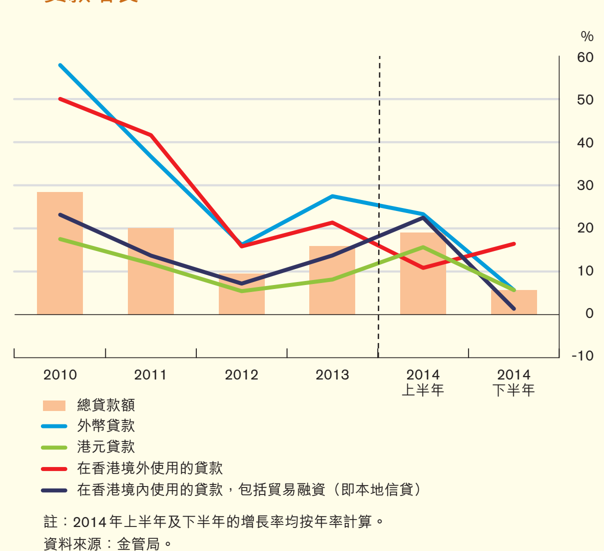
圖4.8
港元銀行同業拆息及10年期外匯基金債券收益率



資料來源：CEIC及金管局。

雖然利率處於低水平，但貸款增速顯著減慢，部分由於信貸需求放緩，以及推出審慎監管措施的影響。按年率計，整體貸款及墊款增速由上半年的19.1%減慢至下半年的5.7%(圖4.9)。港元貸款及外幣貸款均錄得較慢的增速。以使用地域分析，本地使用的信貸(包括貿易融資)增長急速放慢，由上半年按年率計22.6%降至下半年僅得1.4%。然而，香港境外使用的貸款增長按年率計則加快至16.5%。以2014年全年計，整體貸款增長由2013年的16.0%放緩至12.7%。

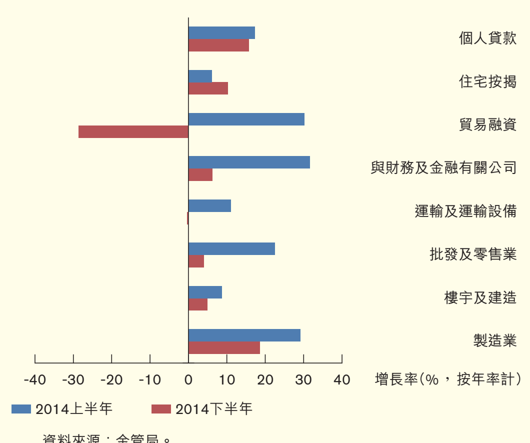
圖4.9
貸款增長



註：2014年上半年及下半年的增長率均按年率計算。
資料來源：金管局。

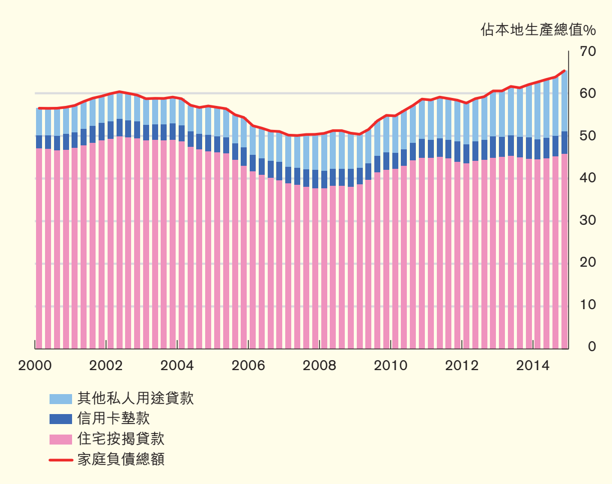
本地信貸方面，貿易融資於下半年按年率計大幅下跌28.6%，其他主要行業貸款則見不同程度的增長放緩(圖4.10)。當中放予與財務及金融有關公司和批發及零售業的貸款，繼上半年的強勁增長後，在下半年只錄得緩慢增長。家庭負債則繼續以較快速度增長。個人貸款(包括信用卡墊款及其他私人用途貸款)於下半年按年率計仍以15.7%快速增長。此外，隨著物業成交趨於活躍，按揭貸款增長由上半年按年率計6.1%加快至10.3%。因此，家庭負債佔本地生產總值的比率於2014年底升至65.3%(圖4.11)。

圖4.10
各行業在香港使用的貸款



資料來源：金管局。

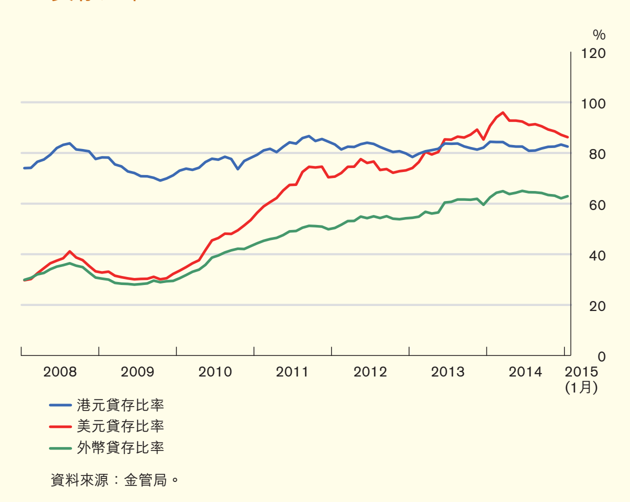
圖4.11
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



註：僅包括認可機構提供的借款。
資料來源：金管局。

由於信貸需求放緩及部分反映「穩定資金要求」措施的效果[22]，銀行的資金狀況大致已經改善。於2014年下半年，港元貸存比率在82.0%的水平大致保持平穩，美元貸存比率則由6月底的92.4%下降至12月底的87.2%（圖4.12）。

圖4.12
貸存比率



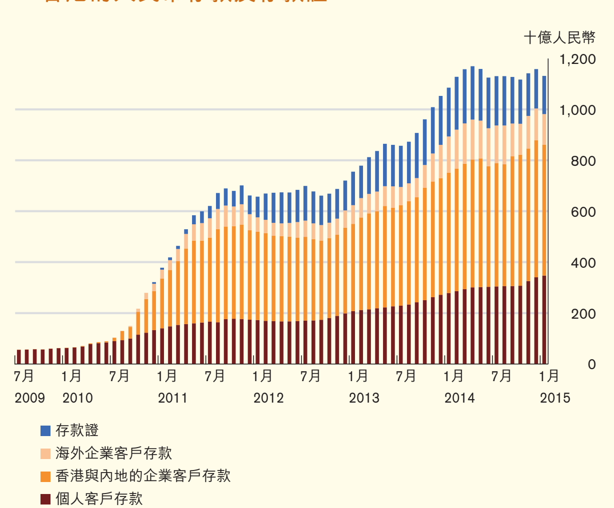
資料來源：金管局。

雖然信貸增長減慢以及銀行的資金狀況有改善跡象，但短期而言由於香港的貨幣狀況似乎仍然寬鬆，過度借貸的誘因繼續存在。然而，美國的歷史性低息環境將會終結，香港的利率環境會受到影響，從而構成其中一個主要風險。當美國的政策利率上升時，香港的貨幣狀況無可避免會收緊。銀行的資金壓力將會增加，而非銀行私人部門可能會承受信貸和流動性緊縮的風險。

離岸人民幣銀行業務

香港的離岸人民幣銀行業務於2014年下半年保持穩健增長，人民幣資金池進一步擴大，存款及存款證總額於2014年底達11,583億元人民幣，比對6個月前增長3.0%（非按年率計），按年增長為10.0%（圖4.13及表4.B）。其中客戶存款下半年錄得強勁增長，個人存款在11月取消香港居民每日兑換人民幣二萬元上限後明顯增加。企業客戶存款在下半年亦穩步增長。然而，由於大型中資銀行減少發行存款證，未償還存款證總額因此下跌。於2014年下半年，未償還人民幣銀行貸款增長34.8%（非按年率計）。

圖4.13
香港的人民幣存款及存款證



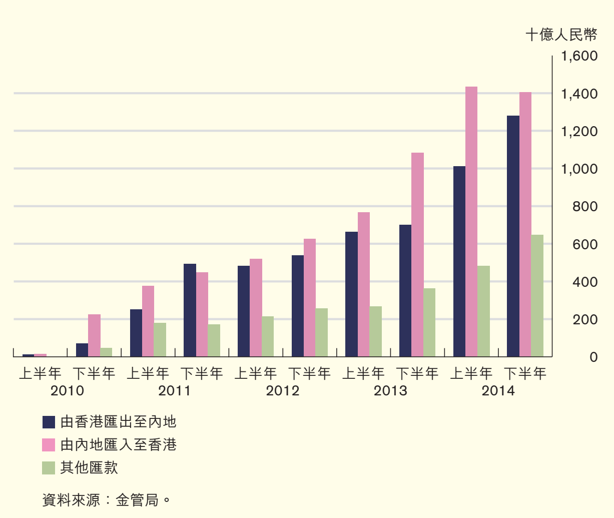
資料來源：金管局。

---

[22] 金管局於2013 年10月推出「穩定資金要求」，要求貸款增速較快的認可機構由2014年開始確保其借貸業務有充足的穩定資金支持。金管局於2014年11月對穩定資金要求作出多項優化措施，當中包括修訂貸款增長門檻，以及檢視與提交報告的次數，新措施於2015年起生效。

人民幣貿易結算保持強勁增長，於下半年香港銀行處理的人民幣貿易結算金額達到33,321億元人民幣，較上半年上升13.9%（非按年率計），並較去年同期增長55.3%（圖4.14及表4.B）。由香港匯出至內地的人民幣貿易結算在下半年繼續快速增長，而由內地匯入香港的則放緩。香港作為環球人民幣結算及交收服務中心的地位得到進一步鞏固，人民幣即時支付結算系統的日均成交額由2013年的3,954億元人民幣攀升至2014年的7,327億元人民幣。

圖4.14
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

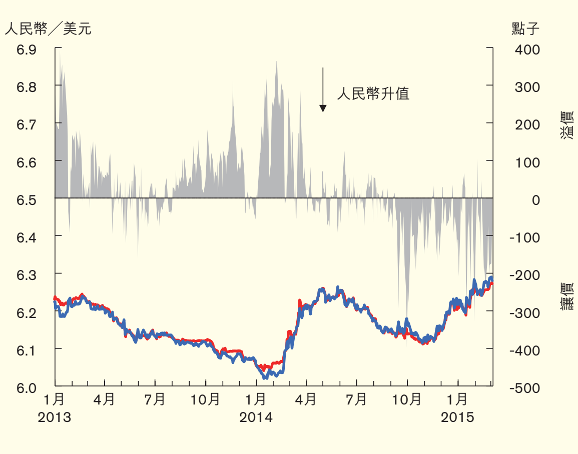
「滬港股票市場交易互聯互通機制」（滬港通）於2014年11月17日推出，標誌著中國內地資本帳開放的重要里程，滬港通讓國際投資者能夠透過香港投資國內A股，以及讓國內投資者透過上海投資香港股票。香港居民的人民幣每日兌換上限亦於同日撤銷，為香港居民參與人民幣金融交易提供便利。[23] 金管局亦推出多項措施協助銀行管理人民幣流動資金，並加強市場基建以促進離岸人民幣活動[24]。總括而言，這些措施有利香港離岸人民幣業務的進一步發展，並鞏固香港作為首要人民幣離岸業務中心的地位。

[23] 香港居民每日兌換人民幣二萬元上限已於2014年11月17日撤銷，在新的安排下，銀行為香港居民進行人民幣兌換的頭寸，將由目前於在岸市場平盤，改為於離岸市場平盤。同時，香港居民的人民幣現鈔兌換和銀行對香港居民的人民幣貸款和融資限制亦不再適用。

[24] 自2014年11月10日起，金管局向香港參與人民幣業務的銀行提供最高100億元人民幣的即日資金。金管局亦於2014年10月指定七家銀行為一級流動性提供行，為其提供回購協議設施，而一級流動性提供行則承諾在香港擴展市場莊家活動，並利用香港平台推廣其全球離岸人民幣業務。

香港離岸人民幣匯率大致跟隨在岸人民幣匯率的變動，於2014年下半年至2015年初因美元強勢而轉弱(圖4.15)。離岸人民幣匯率的每日波幅略大於在岸人民幣匯率，其對在岸人民幣的匯率在9月開始出現折讓，並在2014年10月和2015年1月曾經擴寬至超過300點子。於下半年以至近月，離岸人民幣銀行同業市場的流動性有趨向緊張的跡象，拆息走勢大致跟隨在岸銀行同業市場。3個月人民幣香港銀行同業拆息由2014年6月底的大約3%上升至2015年2月底的4.21%，部分由於流動資金需求隨著人民幣交易增加而上升，以及年底和農曆新年假期前的季節性流動資金需求增加所致。

圖4.15
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2013	2014
人民幣存款及存款證(十億人民幣)	1,053.0	1,158.3
其中		
人民幣存款(十億人民幣)	860.5	1,003.6
非香港居民的人民幣存款(十億人民幣)	19.0	30.8
人民幣存款佔存款總額(%)	12.0	12.4
人民幣存款證(十億人民幣)	192.5	154.7
香港人民幣貿易結算(十億人民幣)	3,841.0	6,258.3
其中：		
由內地匯入至香港(十億人民幣)	1,848.9	2,837.8
由香港匯出至內地(十億人民幣)	1,362.9	2,289.3
匯入與匯出的比例	1.4	1.2
未償還人民幣貸款(十億人民幣)	115.6	188.0
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	216	225
香港人民幣即時支付結算系統的交易額(期內每日平均數額；十億人民幣)	395.4	732.7
應付海外銀行的金額(十億人民幣)	166.0	145.2
應收海外銀行的金額(十億人民幣)	164.5	193.3

資料來源：金管局。

資產市場

隨著外圍環境不明朗因素增加，本港股市過去6個月經歷大幅上落，期權引伸波幅曾升至16個月以來的高位，到12底才出現明顯的下跌趨勢。儘管新債發行額增加，港元債務市場仍略為收縮；離岸人民幣債務市場則繼續快速擴張，產品種類也愈趨豐富。受到低息環境和供求偏緊支持，住宅物業市場轉趨活躍。

4.3 股市

在動盪的外圍及本地環境下，香港股市過去6個月經歷顯著的波動。去年暑假剛過，鑒於投資者對美國貨幣政策正常化的疑慮再度升溫，加上中國內地的經濟指標差於預期，本地股票遭受大幅拋售。恒生指數(恒指)在9月錄得7.9%的跌幅(圖4.16)，為兩年多以來表現最差的月份。到12月初，油價持續偏軟引發市場對全球經濟即將放緩的擔憂，股價進一步受壓。但到2014年底，受到利好的美國經濟數據支持，而聯儲局又承諾在加息方面保持「耐性」，香港股市得以收復部分損失。到2015年，歐央行宣布在3月開始實施量寬更為市場帶來進一步的推動作用。

圖4.16
香港股票價格

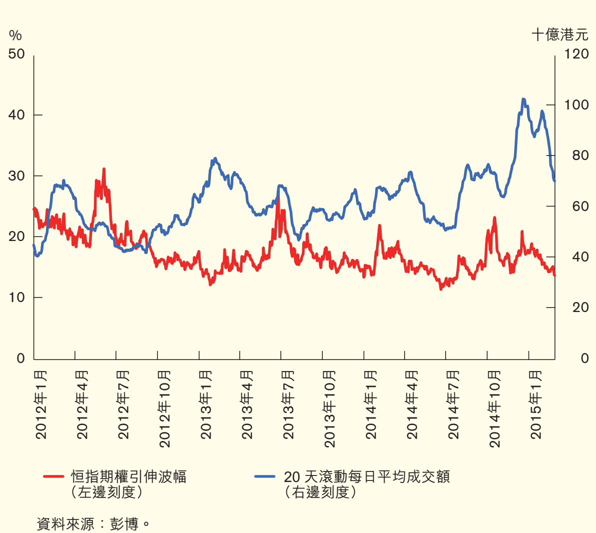


資料來源：彭博。

整體而言，自2014年9月至2015年2月，恒指微升0.33%，恒生中國企業指數(亦稱「H股指數」)因受惠於內地的貨幣政策寬鬆週期而上升了11.15%。外圍環境的惡化使恒指期權引伸波幅於10月份升至16個月的高位，到12月中又再度升越20點(圖4.17)。

此後，恒指期權引伸波幅呈下降趨勢，此現象可歸因於最近世界各地中央銀行紛紛實施的政策寬鬆。[25] 與此同時，股市交易活動在2014年下半年大幅飆升，每日平均成交額達751億3,770萬港元。

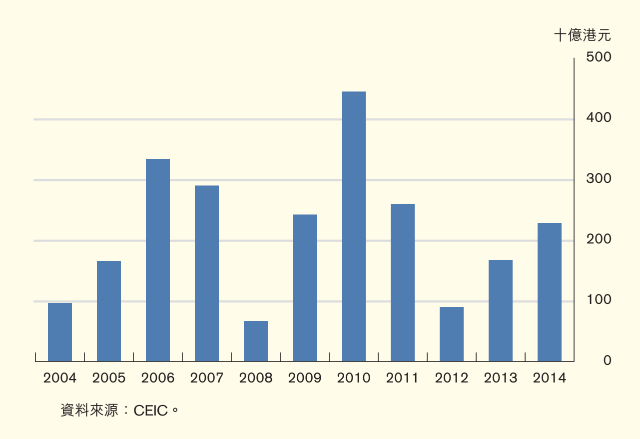
圖4.17
恒指期權引伸波幅及股市每日平均成交額



資料來源：彭博。

就發行市場而言，香港的集資活動在2014年繼續錄得強勁增長(圖4.18)。首次公開招股市場雖然在去年11月為止的三個月放緩，但到12月隨即錄得強勁反彈，令香港在年內的全球首次公開招股排行榜位居第二。在這一年，首次公開招股的集資金額高達2,277億港元，比2013年增加36.8%。

圖4.18
香港的首次公開招股市場

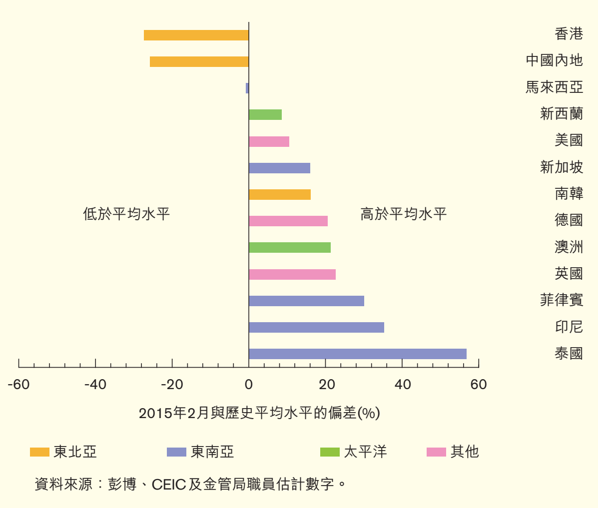


資料來源：CEIC。

展望未來，相對於歷史表現或區內其他經濟體而言，本港股市估值仍屬較低的水平，因此具有一定程度上的風險抵禦能力(圖4.19)。縱使市場參與者或需時以掌握去年11月才推行的滬港通的運作，本港股市在中期內應可從中得益。這項重要基建將會是擴大本地市場的投資者群以及加深與內地市場融合的關鍵。然而，基於全球市場前景的不明朗，港股或會較為波動。尤其是未來聯儲局加息所引發的貨幣緊縮風險，以及市場對全球經濟放緩的憂慮，毫無疑問會令本地股價蒙上陰影。以上種種的因素都表明，股市在今年餘下時間裡都不大可能風平浪靜。

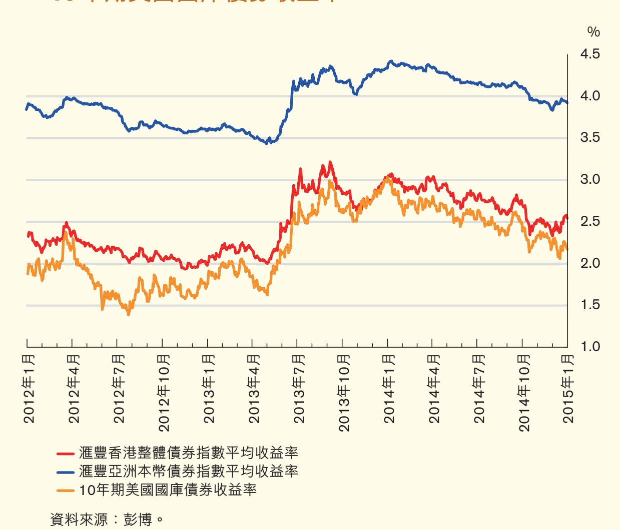
[25] 有研究指出，貨幣政策的衝擊往往影響市場的波動性。詳情請參閱Rey (2013)，「Dilemma not Trilemma:The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence」，傑克遜霍爾經濟研討會。

圖4.19
亞太區(日本除外)及其他主要市場的市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

圖4.20
亞洲及香港本幣債券的平均收益率及10年期美國國庫債券收益率

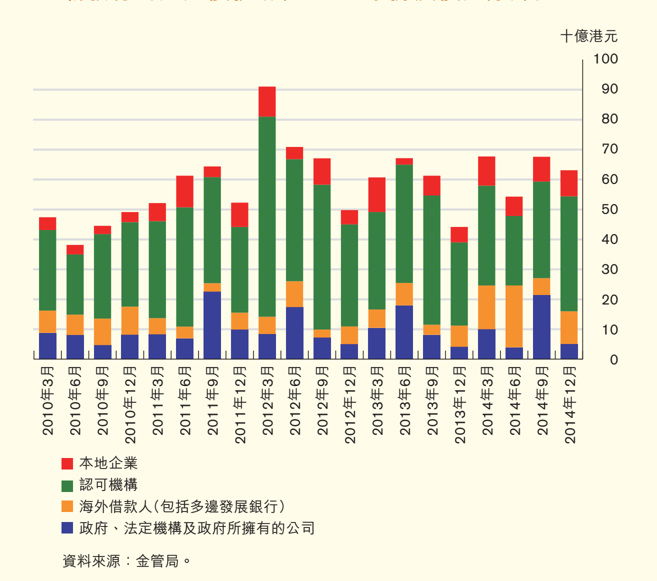


資料來源：彭博。

4.4 債務市場

儘管聯儲局在10月結束量化寬鬆措施，但2014年下半年，在全球金融市場波動加劇的情況下，避險需求及有利的通脹前景把美國國庫債券收益率推低(圖4.20)。本地債券收益率也隨之下跌，導致私營機構於一手市場的發債活動有所增加，令其新債發行額躍升10.0%至2,109億港元(圖4.21)。[26及27]與此同時，公營機構發行的債務亦增加2.5%或536億港元。[28]整體而言，2014年新債發行總額上升3.1%至24,300億港元。另一方面，為促進港元債券市場的發展，金管局於2014年12月推出兩項措施，即優化外匯基金債券及政府債券的發行年期，並推出政府債券貼現機制。通過取消上述兩種較長年期債券的重疊，這兩項措施將有助港元債務市場建立單一的基準收益率曲線。

圖4.21
新發行的港元債務(外匯基金票據及債券除外)



資料來源：金管局。

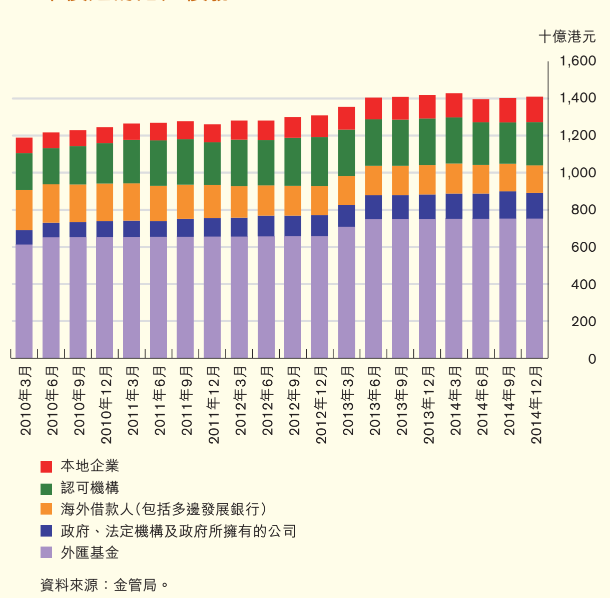
[26] 私營機構包括認可機構、本地企業及非多邊發展銀行的海外借款人。

[27] 2014年，非多邊發展銀行的海外借款人及本地企業的新債發行額分別按年大幅躍升118.5%及30.1%，至505億港元及333億港元。但銀行的新債發行額則較2013年減少11.1%至1,271億港元。

[28] 法定機構／政府所擁有的公司的新債發行額顯著按年減少9.5%至96億港元，而外匯基金及政府發行的新債則分別較去年增加2.5%及2.7%至21,773億港元及308億港元。新債發行總額中，89.6%為外匯基金票據及債券。

由於到期的債務比發行的為多，於2014年第4季，港元債務市場連續第3季按年收縮。於2014年年底，未償還港元債務證券總額為14,098億港元，較2013年下降0.7%（圖4.22）。下降原因，主要因為私營機構的未償還債務減少了2.8%，遠遠抵銷了由公營機構發行的未償還債務所錄得的1.0%增幅。

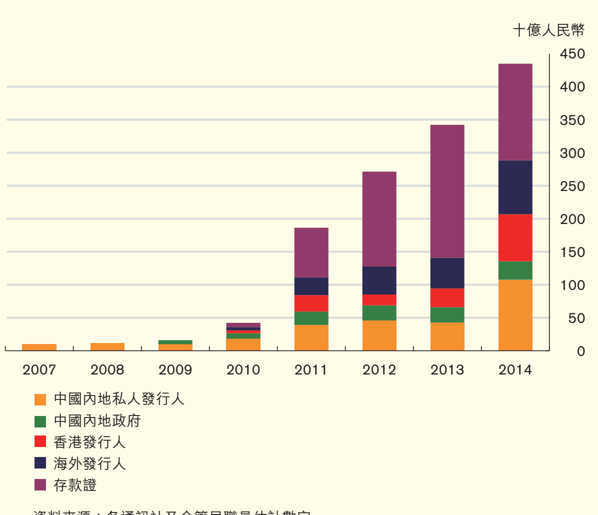
圖4.22
未償還的港元債務



資料來源：金管局。

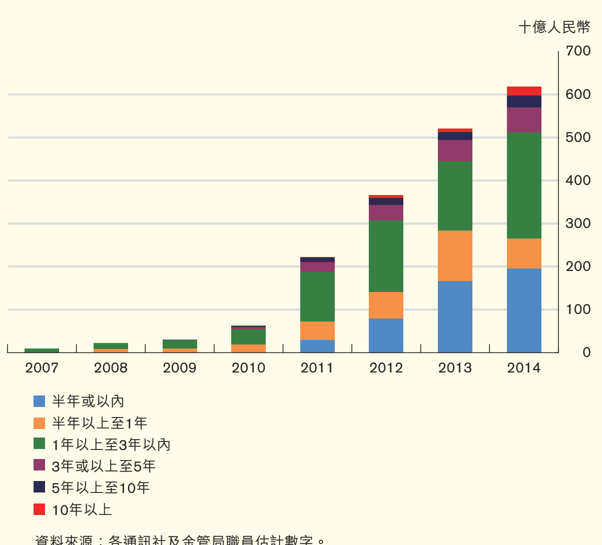
與此同時，離岸人民幣債務證券市場的發行量仍十分活躍。[29] 雖然一手市場活動於2014年下半年有所放緩，但離岸人民幣債務證券的發行總額仍較2013年顯著上升27.0%至4,347億元人民幣（圖4.23）。尤其非存款證債務證券的發行額達2,885億元人民幣，為2013年發行額的兩倍多。儘管投資者對中國內地經濟增長放緩憂慮加深，內地私人發行人發行的新債仍繼續錄得增長。2014年，內地私人發行人發行的非存款證債務證券金額達1,076億元人民幣，顯著上升150.3%。香港發行人的發行額亦較2013年上升148.4%或424億元人民幣。隨著發行額的強勁增長，香港未償還離岸人民幣債務證券總額於2014年12月底按年增加18.8%至6,181億元人民幣（圖4.24）。

圖4.23
新發行的離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖4.24
未償還離岸人民幣債務證券（按剩餘年期劃分）



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

[29] 數字包括所有在香港發行或沒有註明發行國的離岸人民幣債務證券。

除新債發行額增加外，去年離岸人民幣債務證券市場亦出現較多元化的產品種類。例如，英國政府首次發行離岸人民幣主權債券，而某銀行亦發行了首批離岸人民幣應急可轉債，這批債券同時是有紀錄以來最大規模的私人離岸人民幣債務證券。[30]這些債務證券的發行，應有助於深化市場的發展及擴闊其投資者群。

展望未來，預期市場今年會有穩定的增長。雖然人民幣對美元的弱勢及內地的經濟放緩，或會繼續打擊投資者的情緒，但離岸人民幣債務證券相對較高的收益率，對投資者應仍具一定的吸引力。此外，人民幣已日漸在中國境外被用作貿易及金融交易的支付貨幣，加上市場上殷切的再融資需求，將有助增加離岸人民幣債務證券的發行額(圖4.24)。[31]

[30] 這批債券也是首批符合在《巴塞爾協定三》框架下的「額外一級資本」資格的離岸人民幣債務證券。

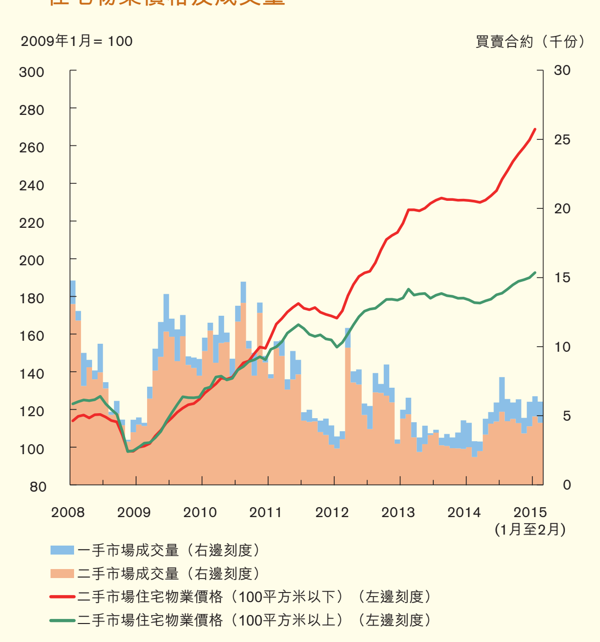
[31] 根據環球銀行金融電信協會，人民幣於2014年12月成為全球第五大支付貨幣。

4.5 物業市場

住宅物業市場

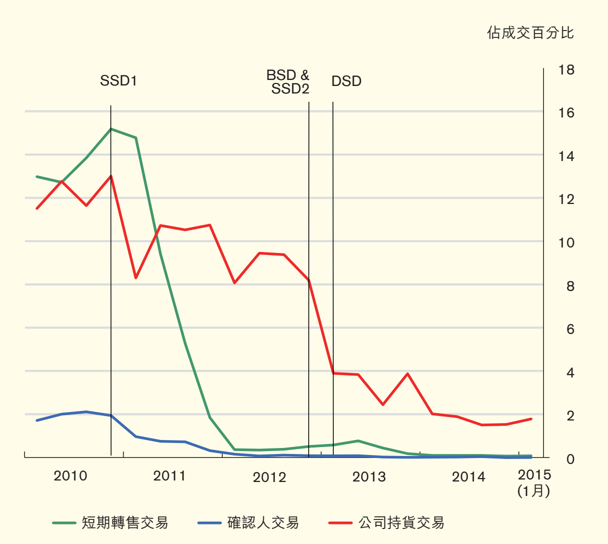
住宅物業市場自2014年第2季轉趨活躍，至年底仍然暢旺，主要是受到低息環境和供求情況偏緊支持。全年成交量由2013年50,676宗的歷史低位，躍升25.9%至63,807宗，但仍低於2010至12年間的暢旺水平(圖4.25)。市況轉旺主要由一手市場交易帶動，成交量大幅飆升52.6%至7年來的高位16,857宗，佔樓市總成交量的26.4%，較2013年的21.8%為高。二手市場成交量較2013年增加18.5%，但仍較2012年的水平低31.3%。另一方面，政府的需求管理措施(以增加印花稅方式)仍然有效，確認人交易、短期轉售交易及公司持貨交易等投機及投資活動繼續疲弱(圖4.26)。

圖4.25
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

圖 4.26
確認人交易、短期轉售交易及公司買家



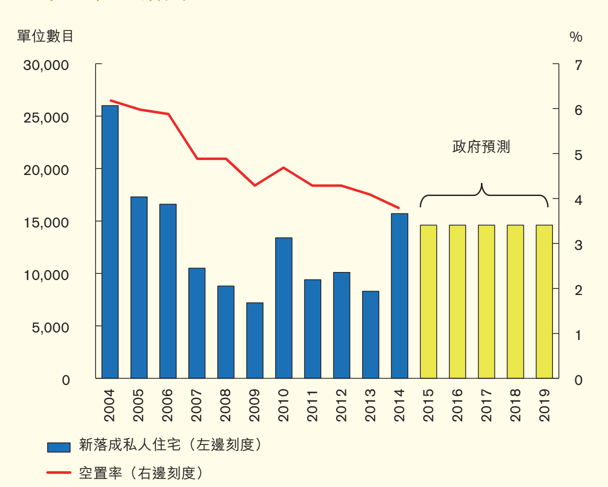
註： SSD1 及 SSD2 分別指 2010 年 11 月及 2012 年 10 月推出的額外印花稅措施；BSD 指 2012 年 10 月推出的買家印花稅措施；DSD 則指 2013 年 2 月推出的雙倍從價印花稅率。
資料來源：中原地產代理有限公司。

樓價經過之前大約一年的平穩發展後，由 2014 年第 2 季又開始顯著回升，全年升幅為 13.5%，而 2013 年則上升 7.7%。中小型單位（實用面積 100 平方米以下）價格升幅最為明顯，反而大型單位（實用面積 100 平方米以上）價格上升較為緩慢。根據市場資料，一手住宅對二手住宅的溢價略為擴闊。及至 2015 年初，中原城市領先指數顯示樓價繼續快步攀升，交易量維持平穩，但部分受到農曆新年的季節性影響，交易量於 2 月有所回軟。

租賃市場方面，住宅租金於 2014 年增加 6.1%，升幅高於 2013 年的 3.4%。不過同期樓價升幅更大，平均租金收益率微跌至 12 月 2.7% 的歷史低位，與 10 年期政府債券收益率的差價也收窄至近期低位，反映市場對住宅物業的風險胃納高漲。

整體而言，住宅的供求平衡仍然緊張，空置率在 2014 年底降至 3.8%，遠較 1994 至 2013 年的 5.1% 長期平均為低（圖 4.27）。2014 年私人住宅落成量由低位增加近 90% 至 15,700 個單位，但仍較新增家庭速度為低。在 2015 至 2019 的 5 年內，政府預計每年平均有 14,600 個私人住宅單位新建落成。

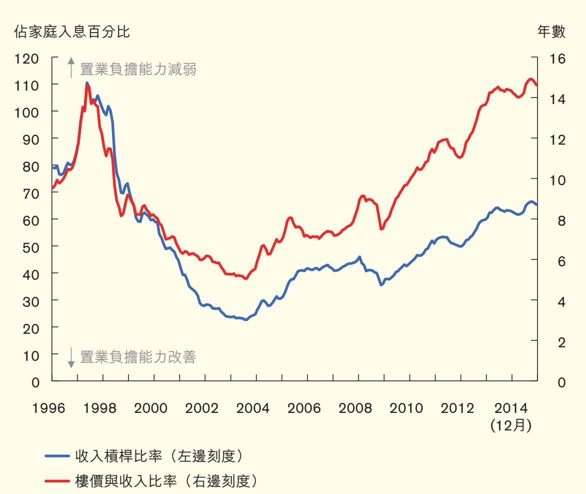
圖 4.27
私人住宅落成量



資料來源：差餉物業估價署、運輸及房屋局、香港特區政府行政長官 2015 年施政報告。

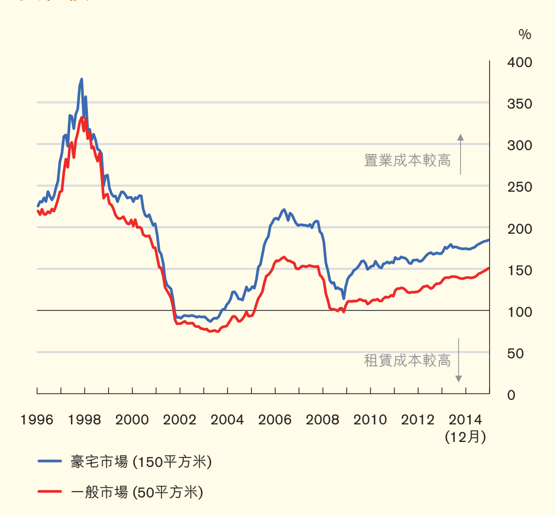
根據最新的市況發展，置業負擔能力相對家庭收入大幅度轉差，樓市過熱的風險有所上升。樓價與收入比率於2014年第4季升至14.8的紀錄高位，1997年的高位為14.6，收入槓桿比率則攀升至65.9%，遠高於50%的長期平均水平（圖4.28）。[32] 此外，收入槓桿比率對利率水平高度敏感：假如利率回復到較正常的水平，例如上升300個基點，收入槓桿比率會飆升至86.0%。此外，反映置業相對租住成本的買租價差亦進一步擴大（圖4.29）。[33]

圖4.28
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖4.29
買租價差



註： 該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

經過六輪審慎監管措施，新造按揭成數的平均水平已降至55%，供款與入息比率也降至35%。鑑於住宅物業市場又有過熱跡象，而且家庭債務趨升，金管局於2015年2月底推出了新一輪的審慎監管措施，包括降低住宅物業的新造按揭成數、供款與入息比率上限，以及壓力測試下的供款與入息比率上限。[34] 這些措施旨在加強銀行按揭貸款業務的風險管理，並提高按揭借款人應付日後樓市一旦逆轉的能力。金管局也要求採用「內評法」的銀行在2016年6月底前，就全部住宅按揭貸款組合的「風險加權比率」全面提升至

---

[32] 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。另外，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

[33] 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

[34] 價值700萬港元以下自用住宅物業的最高按揭成數下調最多一成。此外，第二套自用住宅物業的供款與入息比率上限，由現時五成調低至四成，在利率壓力測試下的上限由現時六成相應調低至五成。同時，各類非自用物業按揭貸款的供款與入息比率上限，由現時五成調低至四成，在利率壓力測試下的上限由現時六成相應調低至五成。

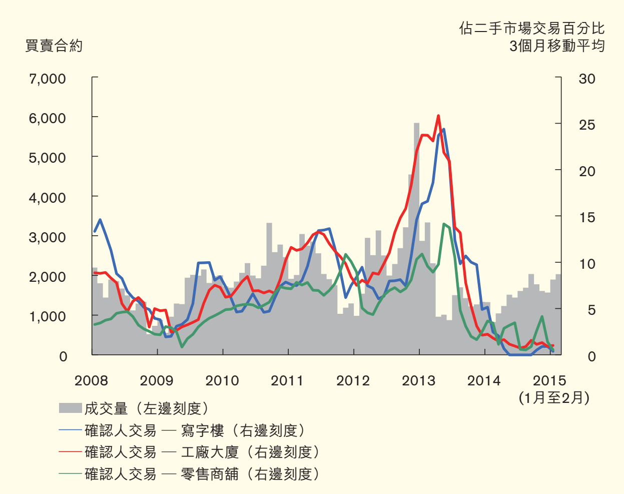
15%下限。[35] 3月初，金管局就銀行涉及二按或按揭保險計劃的按揭業務，提出更嚴謹的供款與入息比率上限要求，金管局對有向涉及按揭融資業務的放債機構貸款的銀行也加強監管。[36]

前景方面，住宅物業市場將受到多個因素影響，包括利率動向、住宅供應情況，以及全球和本地的經濟增長前景等。特別是如果美國聯儲局開始提高政策利率，香港的貨幣狀況將會無可避免地收緊，住宅需求將受到抑制，樓價也可能會面臨下行壓力。整體影響亦會取決於加息的時間及步伐，以及存在高度不確定性的相關金融市場反應。無論如何，隨著利率上升，還款和供款負擔將會加重（例如假設利率上升300個基點，估計20年期的按揭負擔將會增加30.5%）。亦需注意的是，加息週期將涉及多次加息，而不會是一次性的。

工商物業市場

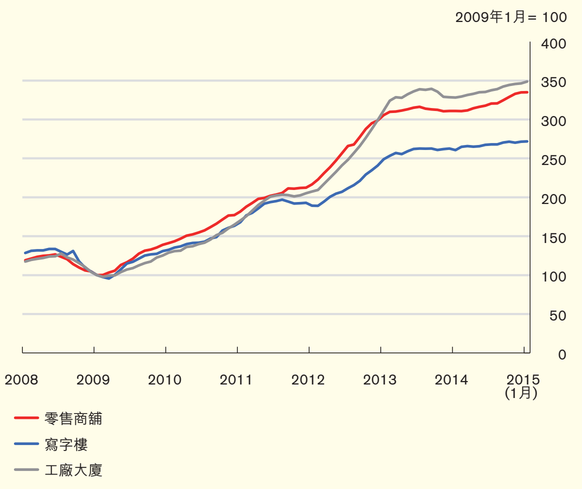
工商物業市場氣氛同樣逐漸改善。成交量已從去年第1季的低位回升，於9月升至18個月以來的高位，並於近期仍然企穩。但由於年初的低位，全年成交量仍較2013年少10.8%，和過往比較，仍處於較低水平（圖4.30）。投機活動仍然大致淡靜，惟零售商舖的確認人交易於近月稍升（圖4.30）。寫字樓價格2014年微升3.4%，而工廠大廈和零售商舖的價格則升幅較大，分別為5.4%和7.7%（圖4.31）。租金和價格大致同步上升，租金收益率維持在2.4至2.9%的低位。展望未來，工商物業市場面臨的主要不利風險因素包括息口上升和租金收入偏軟，而後者可能拖低物業資本價值。

圖4.30
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖4.31
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

[35] 按之前推出的審慎監管措施，15%的風險加權比率下限只適用於新造按揭貸款，但新措施將這個要求延伸至所有住宅按揭貸款組合。在2015年6月底前，銀行需要把所有住宅按揭貸款的風險加權比率下限提升至10%。

[36] 若按揭申請人透過額外融資，以致整體按揭成數較金管局正常所容許的最高按揭成數超過20個百分點，需將適用的供款與入息比率上限調低5個百分點。

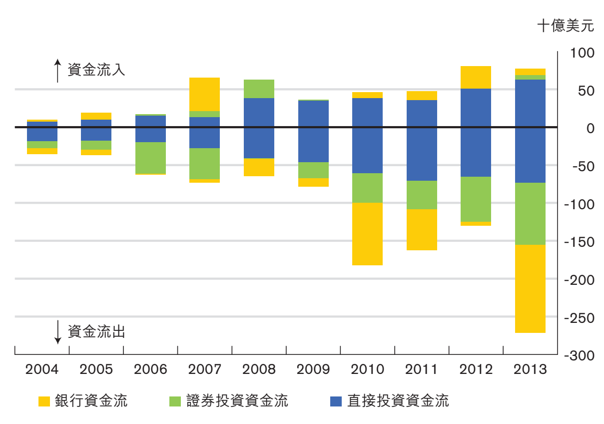
專題4
與中國內地的雙邊資金流及其對香港實體經濟的意義

隨著香港與中國內地經濟融合日益緊密，兩地的雙邊資金流，無論是直接投資、證券投資或銀行資金流（主要指存款及貸款，下同），都以驚人的速度增加。本專題探討這幾類雙邊資金流的最新發展，並分析這些資金流可以怎樣影響香港的實體經濟活動。本專題除了討論兩地的雙邊資金流外，亦解釋中國內地與世界各地之間的投資資金流，如以香港作為中介，這些資金流如何轉化為香港的實體經濟活動。

香港與中國內地雙邊資金流的趨勢和本質

雖然官方並沒有在國際收支平衡統計框架下編彙整套香港與中國內地雙邊資金流的數據，但在直接投資、證券投資及銀行資金流項目下，一些組成部分的數據已有發佈或可用統計方法估算出來。我們估算的2004至2013年的雙邊資金流數字見圖B4.1至B4.4。和一般觀察相同，香港與中國內地之間的資金總流量已顯著增加（圖B4.1）。以資金流種類劃分，直接投資以往是整體雙邊資金流的單一主要推動因素，但隨著中國內地的資本帳日漸開放，證券投資和銀行資金流已經逐漸成形。但總體而言，從香港流入中國內地的投資資金，仍然普遍多於從中國內地流入香港的投資資金。

圖B4.1
香港與中國內地之間選定的雙邊資金流



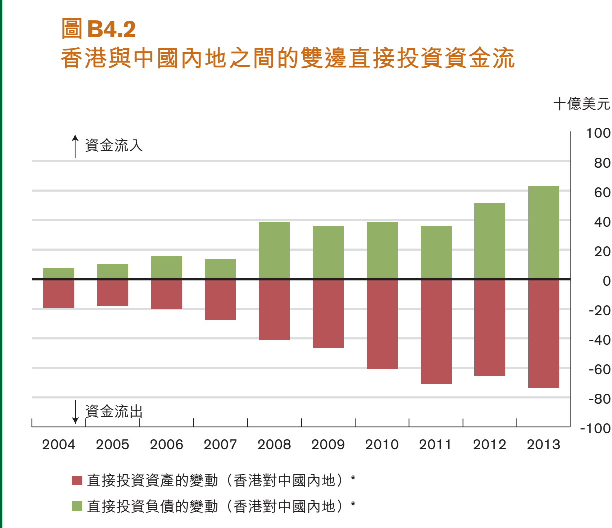
註：數字來自直接投資、證券投資及特定的銀行資金流，但它們僅是粗略並且不完全的估算。正數代表資金從中國內地流入香港，即是香港居民的對外金融負債增加或對外金融資產減少。負數則代表資金從香港流出中國內地，即香港居民的對外金融資產增加或對外金融負債減少。
資料來源：金管局職員估計數字。

a）　直接投資資金流

過去10年，從中國內地流入香港的直接投資資金總量，由約70億美元增加到超過600億美元（圖B4.2）。[37]這些直接投資活動涉及新公司的成立和各種業務收購，當中的行業包括租賃及商業服務、批發及零售、銀行及保險等。另一方面，從香港流出中國內地的直接投資資金總量更多，由約200億美元增加到超過700億美元。這些直接投資資金流出以往主要以工業投資的形式，從事發展加工貿易業務，但過去10年，已轉趨著眼於中國內地本土市場，其中大部分的資金投資於資訊及通訊、投資及持股、房地產，以至專業及商業服務等行業。

[37] 直接投資資金流入數據來自商務部。

圖 B4.2
香港與中國內地之間的雙邊直接投資資金流



註： *正數代表資金從中國內地流入香港，負數則代表資金從香港流出中國內地。
資料來源：商務部。

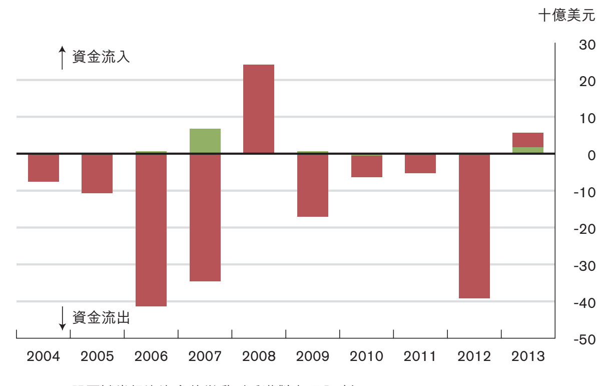
b）　證券投資資金流

從中國內地流入香港的證券投資資金總量仍然相對不多（圖B4.3）。[38]其中，流入香港的股票證券投資資金於2006年首次錄得，並且直至2013年為止，流量平均每年少於40億美元。主要的投資渠道為「合格境內機構投資者」(QDII)計劃和最近開通的「滬港股票市場交易互聯互通機制」(滬港通)，但這些渠道的投資金額都有配額限制。此外，根據QDII數據作出的估算，債務證券投資資金流入規模也很小，每年少於20億美元。

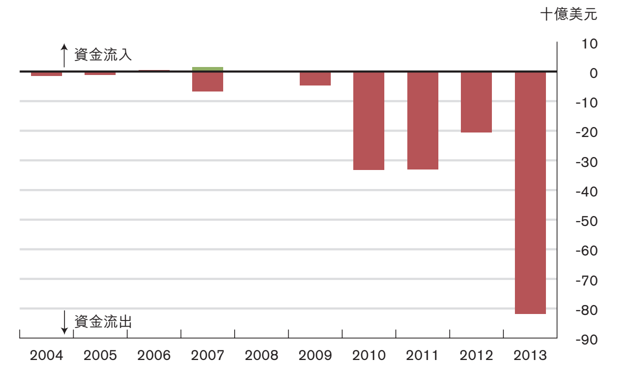
另一方面，由於與內地相關的股票集資及債券發行活動暢旺，證券投資資金流出普遍增多。其中，股票證券投資資金流出在2004至2013年間，平均每年約為130億美元。現時，這些資金流出渠道包括香港居民透過「合格境外機構投資者」(QFII)計劃，人民幣合格境外機構投資者(RMB QFII)計劃以及滬港通的投資。值得留意的是，因為涉及居民與非居民之間的交易，所以本地居民首次認購H股也屬於股票證券投資資金流出。債務證券投資資金流出過往可謂微不足道，但自2010年起，流量增加至每年超過200億美元，部份原因是在香港發行的點心債有所增加，而且中國內地有試行計劃讓合資格的香港機構可以投資於內地的銀行同業間債券市場。

圖 B4.3
香港與中國內地之間的雙邊證券投資資金流

a）股票證券投資



b）債務證券投資



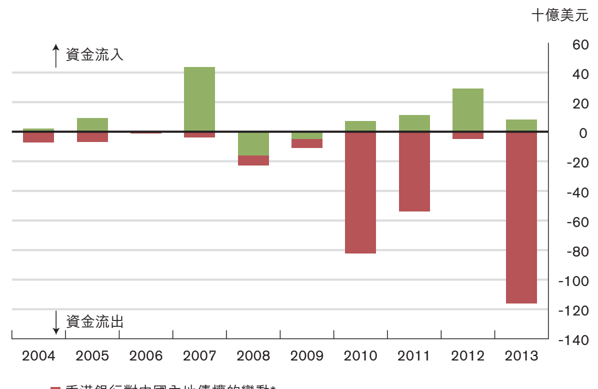
註： *正數代表資金從中國內地流入香港，負數則代表資金從香港流出中國內地。
資料來源：金管局職員估計數字。

[38] 證券投資資金流出的估算，採用了國際貨幣基金組織「協調的證券投資調查」內香港證券投資存量數據。證券投資資金流入的估算主要採用QDII數據，其中總量乘以香港所佔份比。份比估算引用Yao and Wang (2012) "What are the Challenges and Problems Facing China's Outward Portfolio Investment: Evidence from the Qualified Domestic Institutional Investor Scheme."，香港金融研究所2012年第31號工作論文。

c) 銀行資金流

從中國內地流入香港的銀行資金流總量一直相當波動，於2004至2013年間，平均每年約為90億美元（圖B4.4）。這些資金流很可能受內地客戶在香港存款和內地銀行向本地銀行貸款所帶動。相比之下，隨著本地銀行的內地相關貸款增多，從香港流出中國內地的銀行資金流總量大幅增長，由2004至2009年間平均每年約50億美元躍升到近年超過600億美元。[39]

圖B4.4
香港與中國內地之間的雙邊銀行資金流



註：*正數代表資金從中國內地流入香港，負數則代表資金從香港流出中國內地。此外，請參考註腳39。
資料來源：金管局職員估計數字。

雙邊資金流如何轉化為香港的實體經濟活動？

香港與中國內地之間的雙邊資金流在多方面為本地的實體經濟活動帶來支持。直接投資資金流的影響相當清楚明確（主要為成立新公司、創造就業及增加資本投資），但是證券投資資金流及銀行資金流與經濟活動的相互作用則複雜得多。在下一節，我們會集中討論這些雙邊資金流如何透過金融服務貿易以及對外收入渠道（後者反映在本地居民總收入統計數字內），轉化為本地的實體經濟活動。

a) 金融服務貿易

香港與中國內地的雙邊資金流涉及香港居民與內地居民之間的金融資產和負債交易。這些交易又涉及由香港向內地提供金融服務和香港從內地取得金融服務，並分別記錄為香港的金融服務出口和進口。

一般而言，證券投資資金流入對應香港的金融服務出口，而證券投資資金流出則對應金融服務進口。這些金融服務包括經紀服務、基金管理服務和由交易產生的其他金融中介服務等。例如，當內地居民在香港的資本市場投資於股票、債券和基金時，本地經紀和中介人的收入便記錄為香港金融服務出口。反之，當香港居民在內地資本市場進行投資時，內地經紀和中介人從香港證券投資資金流出取得的收入便成為香港金融服務進口。

值得注意的是，大部分證券投資資金流出與香港居民購買H股和點心債有關，而這些金融產品既在香港提供，也會為香港帶來金融服務出口如下。遠在這些證券投資資金流出未發生前，先會有內地機構在香港進行H股上市、配售和債券發行等活動。這些活動會為本地銀行和金融公司帶來包銷及企業融資業務，其中的收入便成為香港的金融服務出口。

[39] 銀行資金流以香港銀行對中國內地的債權和負債數據的某些組成部分來估算。但由於數據所限，一些銀行資金流並未能包括在內，例如內地銀行向香港非銀行部門的貸款等。

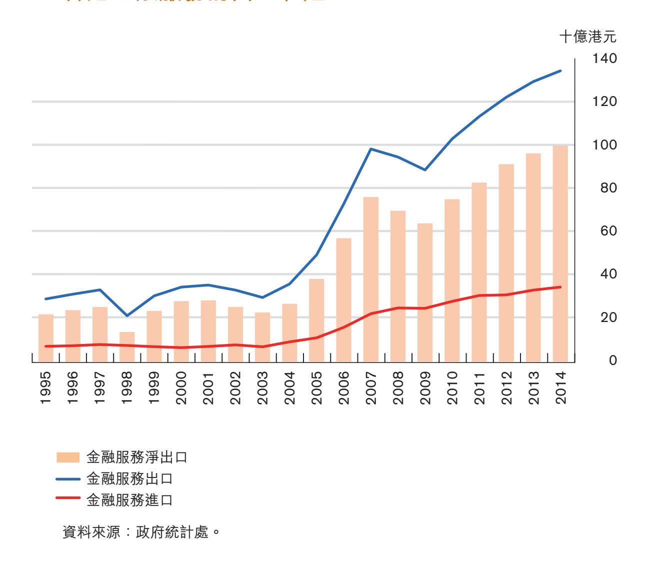
更重要的是，由於香港資本市場擁有獨特的中國內地元素，內地居民與其他非本地居民之間透過香港進行的交易，也可以帶動香港的服務收入，為本地生產總值帶來增加價值。不過，在國際收支平衡統計框架下，這些資金流不會反映在香港的數據內。舉例在股票市場方面，內地相關的企業佔香港股市總市值超過50%，另根據香港交易所的「現貨市場交易研究調查」顯示，於2013年有46%的市場總成交額來自於海外投資者（主要為美國、英國及歐洲大陸）。這些海外投資者增加在香港的股票及債務證券投資，亦帶動香港金融服務出口大幅上升。

滬港通試點計劃也是另一個好例子說明證券投資資金流如何有助於香港的金融服務出口。該計劃讓香港及海外投資者於本港可以投資一些在上海交易所上市的特定股票。顯而易見，內地居民的南向交易會產生經紀佣金和其他徵費收入，成為香港金融服務出口。此外，雖然香港居民的北向投資會造成進口漏耗(import leakages)，但因海外投資者進行北向交易而利用香港提供的經紀服務會帶來香港金融服務出口。因此，雖然北向交易的成交總額一般高於南向交易，但是香港對內地和海外投資者提供金融服務的得益將可抵銷這些進口漏耗。

至於銀行資金流方面，其對香港經濟增加價值的貢獻，主要出於銀行提供金融中介服務所得到的收入，特別是為內地機構提供貸款的息差收入。有趣的是，這些貸款雖然歸類為銀行資金流出，卻產生香港金融服務出口。事實上，近年香港的銀行資金流出迅速增多，主要源於內地相關的貸款。

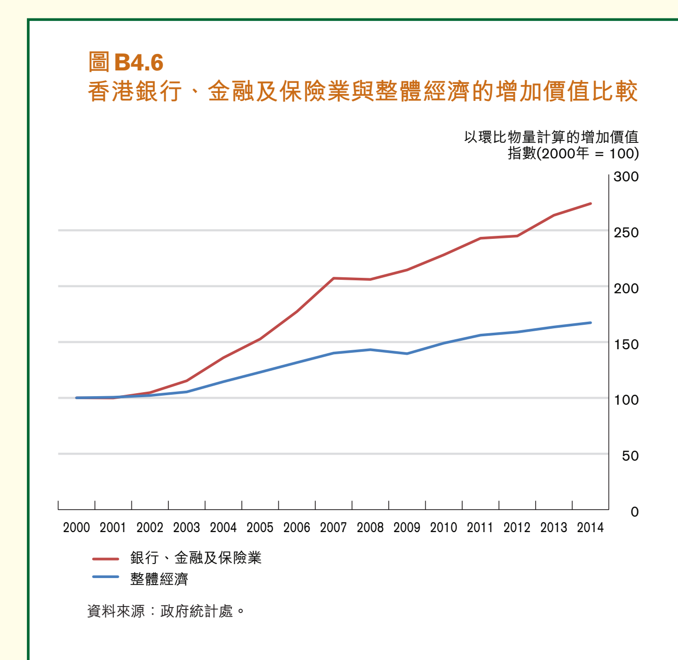
總括而言，中國內地邁出開放資本帳的重要步伐，於過去10年有助推動香港金融服務淨出口的上升趨勢，並且令香港銀行、金融及保險業對本地生產總值帶來日益重要的貢獻（圖B4.5及圖B4.6）。

圖 B4.5
香港金融服務的出口和進口



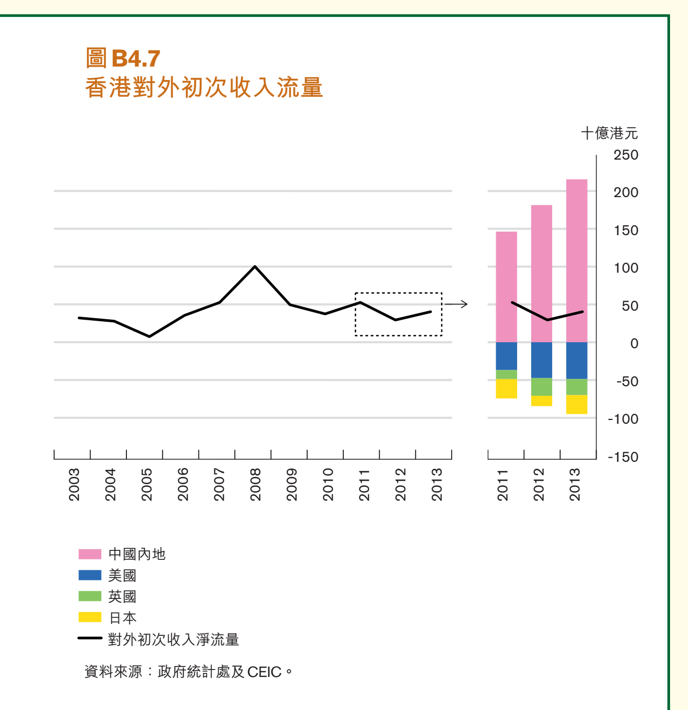
資料來源：政府統計處。

圖 B4.6
香港銀行、金融及保險業與整體經濟的增加價值比較



資料來源：政府統計處。

圖 B4.7
香港對外初次收入流量



資料來源：政府統計處及CEIC。

b)　對外收入流量

儘管投資資金流出通常會導致進口漏耗，但它也會為香港帶來可觀的「對外初次收入流量」。這些收入雖未計入本地生產總值之內，但已另外計入本地居民總收入之內。投資資金流出一般會對應對外收入流入，這些對外收入包括經營利潤、股息支付、利息收益等，而投資資金流入則對應對外收入流出。以淨額計，香港已超過10年一直在賺取正數的對外初次收入，金額於2013年達405億港元或相當於本地生產總值的1.9%（圖B4.7）。其中來自中國內地的收入淨額於2013年為2,159億港元（相當於本地生產總值的10.1%），為香港對外初次收入淨額帶來主要支持。這與源自美國、英國、日本等其他主要經濟體的負數對外收入淨額形成鮮明的對比。此外，來自內地的收入淨額約有70%與直接投資有關，其餘可能源於證券投資和銀行資金流相關收入。總之，以直接投資、證券投資及銀行資金流等形式流向中國內地的投資資金，為香港帶來了可觀的對外收入。

結論

我們的分析顯示，香港不僅受惠於來自中國內地的投資資金流入，也可以受惠於日漸增多的投資資金流出。尤其是，雖然近來市場關注到有投資資金被分流到中國內地，但大額的證券投資及銀行資金流出，仍可增加香港的本地生產總值和對外收入，部分原因是香港具備獨特的中國內地元素，令到與投資資金流出相關的實體經濟活動都在本地產生（例如H股市場）。此外，當海外投資資金通過香港流入中國內地，香港作為金融中介者可以從中提供服務而獲利。

5. 銀行業的表現

雖然外圍環境不算有利，香港的銀行業仍然穩健，盈利大致保持平穩、並擁有充裕的流動資金、優良的資產質素和雄厚的資本。展望將來，美國加息時機和步伐的不明朗因素可能對銀行管理資金及流動性風險構成重大的挑戰。企業槓桿比率及家庭債務負擔均有上升趨勢；而中國內地經濟放緩，對日益增多的內地相關貸款會有影響，銀行應需繼續對以上相關的風險加以留意。因此，銀行需繼續對信貸風險維持嚴格審慎的管理。

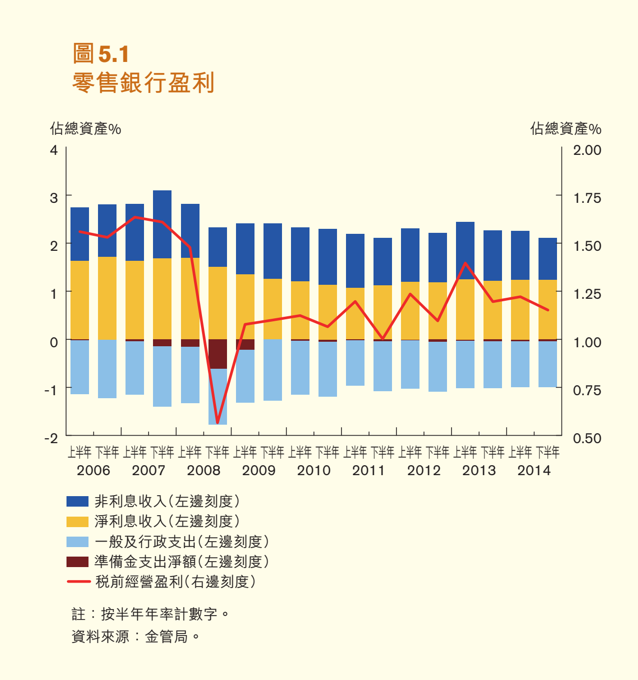
5.1 盈利及資本額

盈利

雖然外圍環境不算有利，零售銀行[40]在2014年下半年的盈利仍大致保持平穩，稅前經營盈利較上半年微跌0.5%，主要原因是非利息收入減少，其減少的金額大於淨利息收入的增加。因此，零售銀行的資產回報率由2014年上半年的1.22%微跌至下半年的1.15%（圖5.1）。

零售銀行的整體除稅前經營盈利於2014年錄得3.6%的溫和升幅，但由於資產有較快的增長，平均資產回報率由2013年的1.29%下降至1.19%。儘管如此，2014年的表現仍較全球金融危機後的平均水平為高。

圖5.1
零售銀行盈利

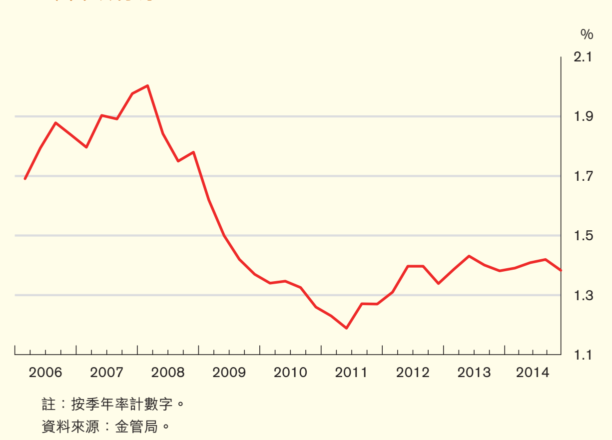


註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

[40] 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

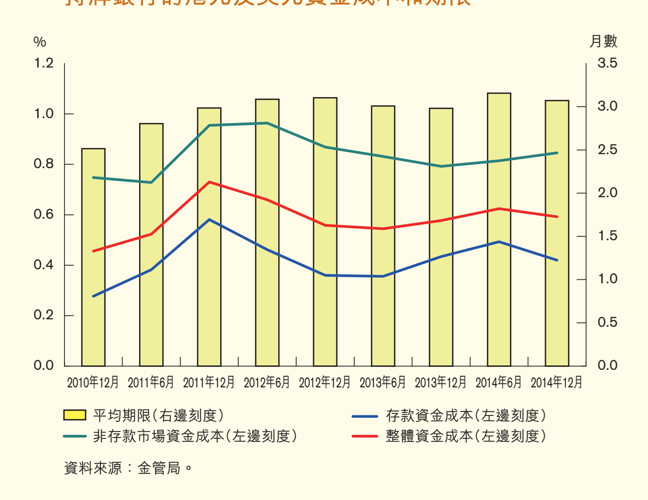
零售銀行的淨息差於2014年下半年大致保持平穩，平均為1.4%（圖5.2）。就整體持牌銀行而言，由於存款資金成本的下降比非存款市場資金成本的增加為快，整體利息成本略降3個基點（圖5.3）。[41] 同樣，反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率，由2014年6月底的近期高位(0.47%)下降至2014年12月底的0.39%（圖5.4）。

圖 5.2
零售銀行淨息差



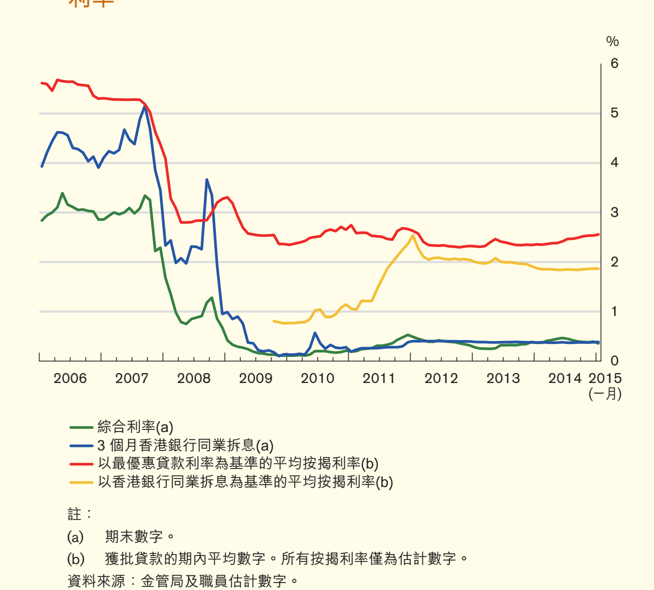
註：按季年率計數字。
資料來源：金管局。

圖 5.3
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

圖 5.4
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 獲批貸款的期內平均數字。所有按揭利率僅為估計數字。
資料來源：金管局及職員估計數字。

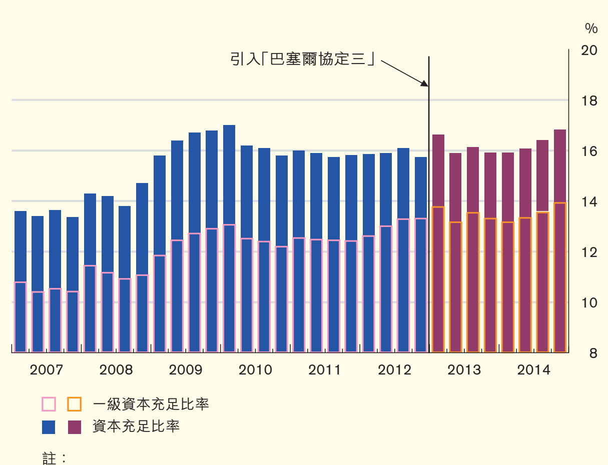
2014年下半年，以香港銀行同業拆息為基準及以最優惠貸款利率為基準的按揭利率均稍為上升，而後者的上升幅度則較大。部分由於兩項按揭利率的差距擴闊，以香港銀行同業拆息為基準的按揭佔新批按揭貸款的比例，由2014年6月底的76.7%進一步上升至年底的84.5%。

[41] 非存款市場資金成本按銀行的非存款計息負債的利息成本計算。

資本額

銀行業的資本額仍遠高於國際最低要求。本地註冊認可機構的綜合資本充足比率由2014年6月底的16.1%稍升至12月底的16.8%(圖5.5),一級資本充足比率(即一級資本佔風險加權總資產的比率)則由13.3%上升至13.9%。

圖5.5
本地註冊認可機構資本額



註:
1. 綜合狀況。
2. 自2013年1月1日起,本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架(《巴塞爾協定三》)。因此,自2013年3月起的資本充足比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

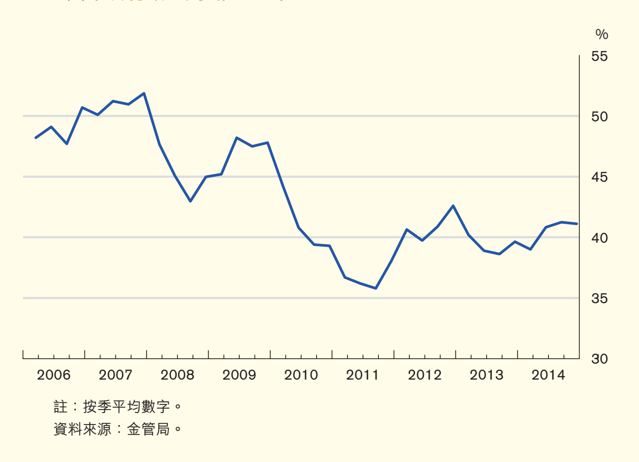
資料來源:金管局。

5.2 流動資金、利率及信貸風險

流動資金與資金來源

銀行業的流動資產狀況維持良好,零售銀行的平均流動資產比率[42]由2014年第2季的40.8%上升至第4季的41.1%(圖5.6),遠高於25%的最低監管要求。

圖5.6
零售銀行流動資產比率

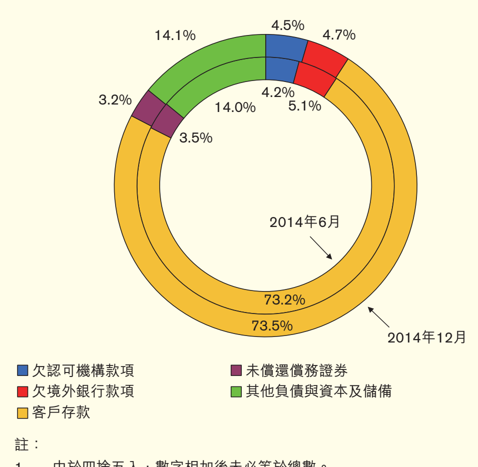


註:按季平均數字。
資料來源:金管局。

客戶存款仍是零售銀行的主要資金來源,反映零售銀行的資金結構保持穩定。2014年年底,客戶存款佔銀行總負債的比例為73.5%,略高於2014年6月底的73.2%(圖5.7)。

[42] 流動資產比率是指流動資產(如:有價債務證券及1個月內償還的貸款,而這些資產必須按照流動資產換算因數調整)與限定債務(基本上是指1個月內到期的所有負債)的比率。

圖 5.7
零售銀行負債結構

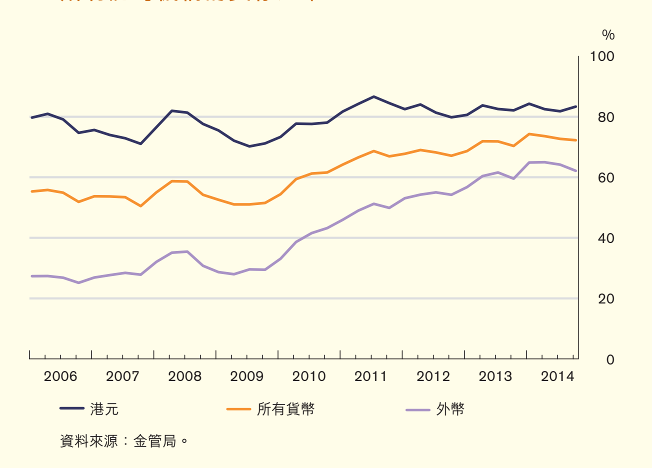


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債(包括資本及儲備)的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

部分反映「穩定資金要求」[43]的效果，所有認可機構按所有貨幣計算的貸存比率由2014年6月底的73.6%微跌至年底的72.2%(圖5.8)。期間，外幣貸存比率由65%降至62.1%，而港元貸存比率則在2014年年底徘徊於83.3%左右(圖5.8)。

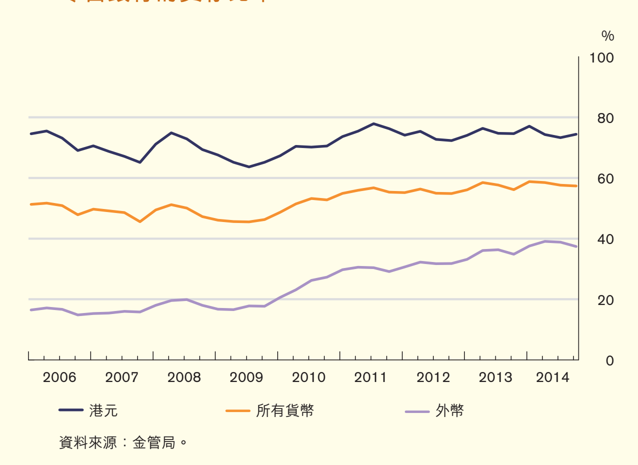
零售銀行方面，港元貸存比率於2014年年底穩定在74.4%，而外幣貸存比率則由39.1%降至37.4%。以所有貨幣計算的貸存比率也由58.5%微降至57.3%(圖5.9)。

圖 5.8
所有認可機構的貸存比率



資料來源：金管局。

圖 5.9
零售銀行的貸存比率



資料來源：金管局。

按巴塞爾銀行監管委員會指定的過渡時間表，《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率[44]已於2015年1月1日開始分階段實施。雖然實施該規定的影響可能需要較長時間才會浮現，市場至今尚未顯示該規定有顯著的影響。然而，分階段實施順利進行，顯示在過渡期間，預期香港的認可機構在遵從新流動性標準方面大體上將不會遇到重大的困難。

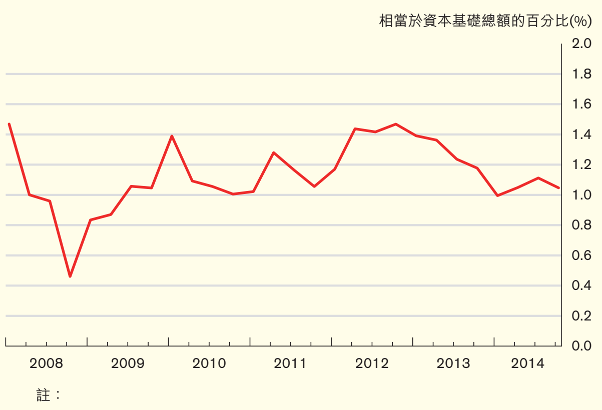
[43] 金管局於2013年10月推出「穩定資金要求」，由2014年起，貸款增長較快的認可機構必須確保其借貸業務得到充足的穩定資金支持。其後，為簡化穩定資金要求的運作及減輕認可機構提交報告的負擔，金管局推出多項優化措施，新措施於2015年1月起生效。有關優化措施的詳情，見於金管局於2014年11月28日發出的「穩定資金要求」通告，該通告可在金管局網站查閱。

[44] 流動性覆蓋比率是《巴塞爾協定三》引入的一項新的最低流動性標準，以確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情景。

利率風險

回顧期內，零售銀行的利率風險仍然可控。我們估計，假設在利率普遍上升200個基點的衝擊下，零售銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，相當於其於2014年12月資本基礎總額的1.05%（圖5.10）。

圖5.10
利率衝擊對零售銀行的影響



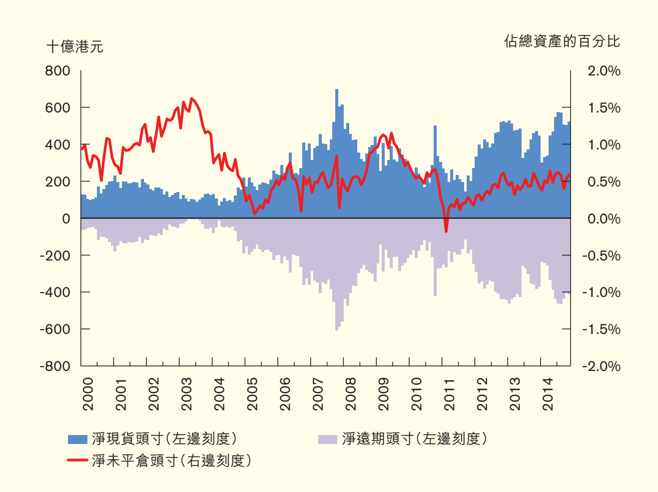
註：
1. 利率衝擊指200基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳冊及自營買賣帳冊[45]經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局職員估計數字。

外匯頭寸

由於各先進經濟體在貨幣政策路向出現分歧，一些主要貨幣的匯率波動性持續增加。但是，截至2014年12月底為止，認可機構的總外匯頭寸（包括即期及遠期頭寸）金額為1,010億港元（圖5.11），僅佔總資產的0.6%，匯率波動對香港銀行業的潛在影響應該不大。

圖5.11
所有認可機構的外匯頭寸



註：
1. 淨現貨頭寸是外幣的現貨資產減去現貨負債。淨遠期頭寸是外幣的遠期購進減去遠期售出。
2. 未平倉頭寸是淨現貨頭寸加淨遠期頭寸。
3. 在計算時，會撇除結構性資產及負債，包括固定資產及房地產的投資、海外分行的資本、對海外附屬機構及關聯公司的投資及借貸資本等。

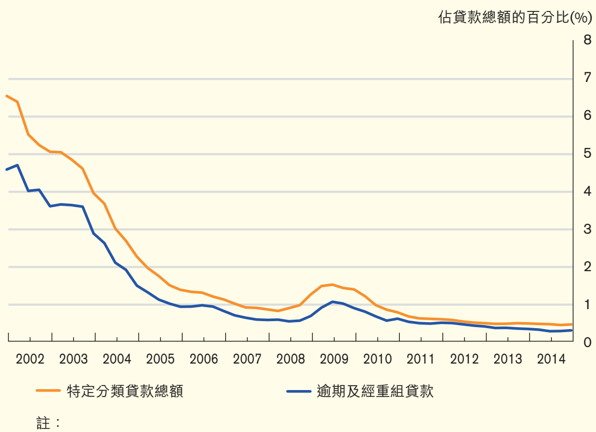
資料來源：金管局。

[45] 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，只須填報銀行帳冊的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構，以及海外註冊認可機構，則須填報銀行帳冊及自營買賣帳冊的總持倉。

信貸風險

零售銀行貸款組合的資產質素保持健康，其中特定分類貸款比率由2014年6月底的0.46%微降至2014年12月底的0.45%，而逾期及經重組貸款的比率則於期內由0.27%稍升至0.29%（圖5.12）。

圖5.12
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
資料來源：金管局。

貸款增長在2014年上半年加速擴張後，在下半年有所緩和。主要由於貿易融資的減少，以半年計，認可機構的本地貸款[46]增長由2014年上半年的11.3%大幅放緩至下半年的0.7%。

金管局2014年12月的信貸狀況展望意見調查結果顯示，預期貸款需求將在未來三個月內保持不變的受訪認可機構比例升至90%，而預期貸款需求增加的受訪認可機構比例則略為下降（表5.A）。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪者總數	2014年3月	2014年6月	2014年9月	2014年12月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	24	10	19	10
保持平穩	71	86	81	90
略為下降	5	5	0	0
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

資料來源：金管局。

個人貸款

個人貸款[47]在2014年下半年的增長有所加快，由2014年上半年的4.6%上升至下半年的5.9%（表5.B）。部分由於住宅物業市場益加暢旺，物業成交量自2014年第1季以來有顯著的增加，新造按揭貸款的宗數及平均金額在期內均有明顯的上升（圖5.13）。因此，未償還按揭貸款繼2014年上半年增長3.1%後，在2014年下半年再有5.2%的增長。

金管局於2014年1月已加強審慎監管個人貸款業務的要求。部分反映這些更嚴格監管要求的影響，其他私人用途貸款（即私人貸款）的增長已見放緩。以半年計，這類貸款的增長已由2014年上半年的13.9%強勁增長放緩至下半年的6.9%。

[46] 定義為在香港使用的貸款加上貿易融資貸款。

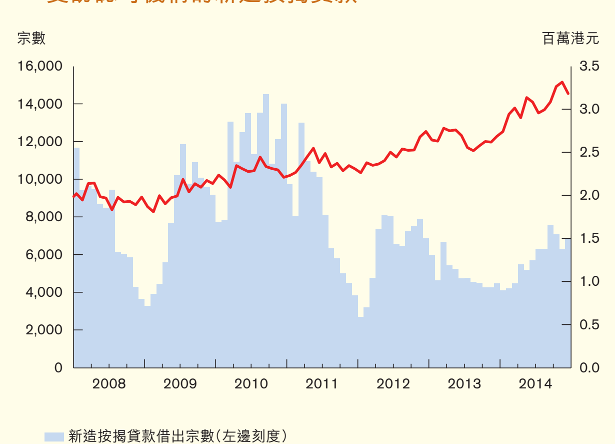
[47] 個人貸款指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於2014年年底，個人貸款佔本地貸款的比例為28.9%。

表5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

	2011年		2012年		2013年		2014年	
(%)	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
按揭貸款	5.5	1.2	2.5	5.0	3.1	0.8	3.1	5.2
信用卡	-1.4	15.9	-1.6	15.3	-4.0	10.2	-4.1	10.4
其他私人用途貸款	9.4	3.8	5.0	9.3	10.6	10.5	13.9	6.9
個人貸款總額	5.6	2.7	2.6	6.5	3.8	3.3	4.6	5.9

資料來源：金管局。

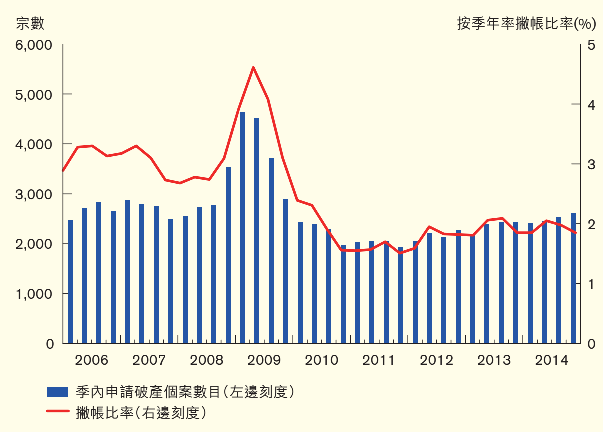
圖5.13
受訪認可機構的新造按揭貸款



資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

無擔保個人貸款的信貸風險在2014年下半年仍然受控，以年率計的信用卡撇帳率和破產申請個案數目維持在較低水平(圖5.14)。

圖5.14
信用卡貸款的撇帳比率及申請破產個案



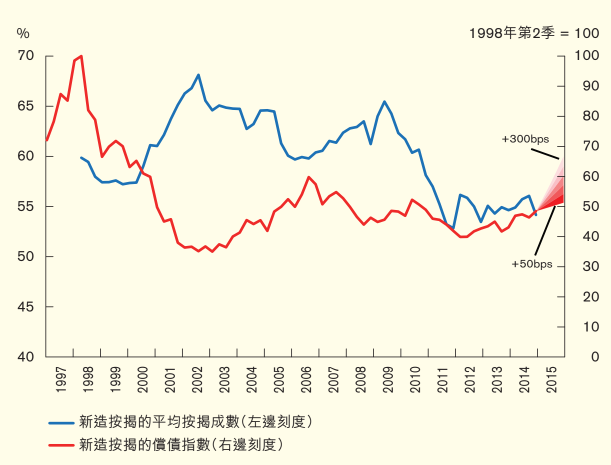
資料來源：破產管理署及金管局。

銀行的按揭貸款組合保持穩健，拖欠比率維持在0.03%。此外，新造按揭貸款的平均按揭成數則由2014年6月底的55.7%微降至年底的54.2%，顯示銀行抵禦物業價格衝擊的能力仍然強勁(圖5.15)。不過，新造按揭的償債指數[48]則由2014年6月底的47.4點升至年底的48.5點。個人還款能力的下降，主要反映了按揭貸款平均金額的增加，而其增加的速度比個人收入的增加為快。此外，敏感度測試結果顯示，如果利率上升300個基點而其他情況保持不變，償債指數會大幅上升至66.7點。一旦美國的貨幣情況回復正常及利率終於上升，個人的償債能力將會受到相當的壓力。為了提升銀行的風險管理和抗震能力，金管局於近期推出新一輪按揭貸款的監管措施。[49]

[48] 償債指數的數值上升，或表示個人收入下降，或者利率上升，又或者個人借出的按揭貸款平均金額有所提高。指數的歷史走勢顯示，指數的大幅上升，可能會導致個人債務資產的質素轉差。

[49] 金管局於2015年2月27日推出新一輪物業按揭貸款的監管措施，以提升銀行風險管理和抗震能力。這些措施包括下調最高按揭成數及住宅物業的供款與入息比率上限。此外，金管局要求採用內評法的銀行把2013年2月以前批出的住宅按揭貸款的風險加權比率在2016年6月底前全面提升至15%的下限。有關詳情，見於金管局於2015年2月27日發出的「按揭貸款的審慎監管措施」通告。

圖5.15
新造按揭的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的按揭的平均利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

公司貸款[50]

與個人貸款相反，本地的公司貸款於2014年上半年強勁增長14.2%後，在下半年錄得1.3%的下降。公司貸款下降是由於對主要行業的貸款增長有廣泛的放緩，而貿易融資亦有顯著的下降。[51]至2014年年底，公司貸款佔本地貸款的70.8%。

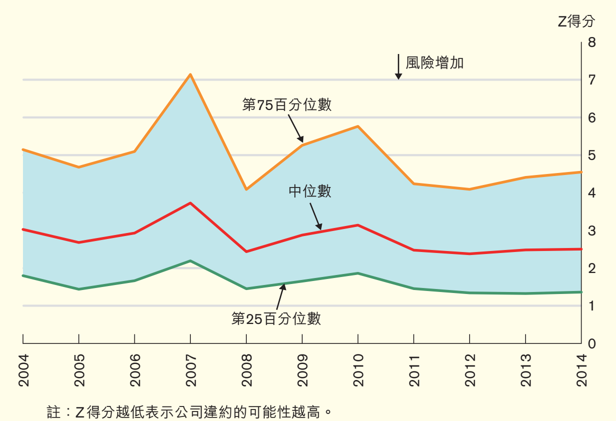
雖然Altman的Z得分(圖5.16)及公司強制清盤令的數目大致保持穩定，但有跡象顯示，銀行的公司貸款信貸風險可能正在上升。特別是公司債務槓桿比率近年不斷上升，至2014年年底以負債比率算出的加權平均數已升至63.8%(圖5.17)。同時，以總利息支出除以息稅前利潤算出的償債比率上升，顯示本地公司的償債能力普遍出現惡化(圖5.18)。這些指數顯示，公司的償債能力可能正在受考驗，利率一旦上升，信貸風險便可能因為槓桿比率高而被放大。

與此同時，主要先進經濟體的長期低息環境，可能令公司因借款利率吸引而借入某種貨幣，而忽略資金來源與收入之間貨幣錯配可能造成的影響，導致公司承擔過多的外匯風險。這種貨幣錯配可能會造成重大損失，而一旦匯率出現不利的動向，其違約風險也會隨之大升。銀行應對公司貸款的貨幣錯配風險保持警惕。

50 不包括銀行同業貸款。

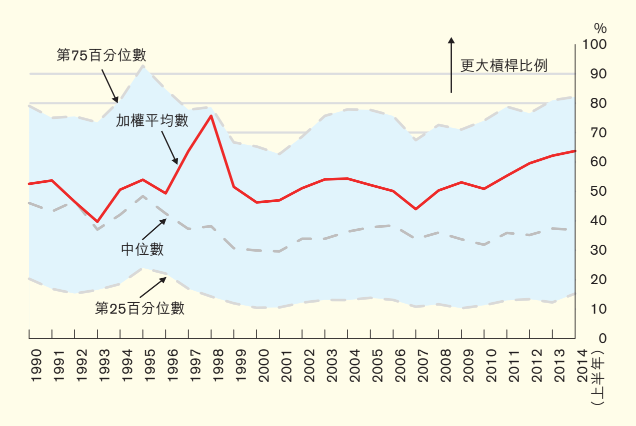
51 貿易融資在2014年上半年增長15.1%後，下半年顯著減少14.3%。

圖 5.16
香港非金融類上市公司破產風險指標：Altman 的 Z 得分



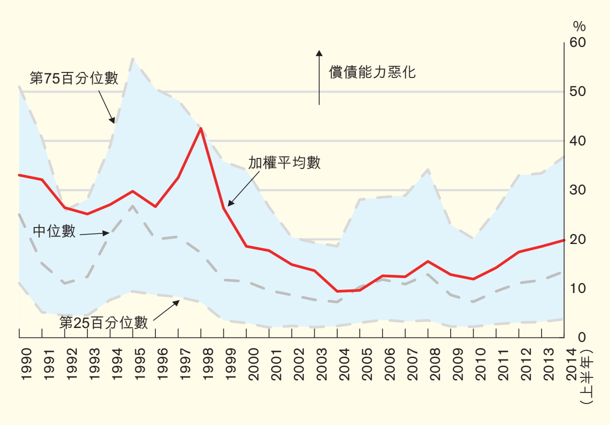
註：Z 得分越低表示公司違約的可能性越高。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.17
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 槓桿比率的定義為公司債務與股東資金之比率。數值越高表示槓桿越高。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融公司。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

圖 5.18
香港非金融類上市公司的償債比率



註：
1. 償債比率以總利息支出除以息税前利潤計算。息税前利潤為負數的公司不包括在計算之內。
2. 包括所有在香港交易所上市的非金融公司。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

回顧期內，銀行業繼續拓展中國內地業務。內地相關貸款總額由2014年第2季末的29,560億港元（佔總資產的14.4%）增加5.4%至年底的31,170億港元（佔總資產的14.9%）（表5.C）。其他非銀行類客戶的風險承擔在回顧期內增加1.77%至9,970億港元（表5.D）。

表5.C
內地相關貸款

十億港元	2014年3月	2014年6月	2014年9月	2014年12月
中國內地相關貸款	2,867	2,956	3,058	3,117
中國內地相關貸款（不包括貿易融資）	2,461	2,546	2,638	2,775
貿易融資	406	410	420	341
按認可機構的類別劃分				
境外註冊認可機構	1,244	1,263	1,312	1,340
本地註冊認可機構*	1,111	1,164	1,205	1,227
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	512	530	542	550
按借款人的類別劃分				
中國內地國有企業	1,453	1,480	1,425	1,463
中國內地民營企業	528	562	566	562
非中國內地企業	886	914	1,067	1,092

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

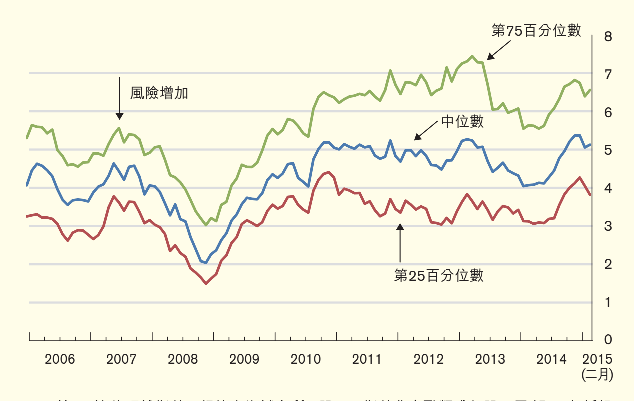
表5.D
其他非銀行風險

十億港元	2014年3月	2014年6月	2014年9月	2014年12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	530	584	597	619
資產負債表外的風險承擔	415	396	435	378
總計	**944**	**980**	**1,033**	**997**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

可能由於內地當局各種放鬆流動資金措施的效果，中資企業的整體違約距離指數於2014年有顯著的改善，（圖5.19）。[52及53] 然而，自2015年1月以來，指數開始出現逆轉的跡象，這些措施對內地企業的長遠效果仍不明朗。銀行應繼續審慎管理其內地市場的信貸風險。

圖5.19
中資企業的違約距離指數



註：違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。
資料來源：金管局職員估計數字。

信貸風險宏觀壓力測試[54]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.20使用截至2014年第4季的資料，展示在四種特定的

[52] 違約距離是根據市場計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《*Journal of Finance*》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波動及公司財務負債是決定違約風險的因素。簡言之，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

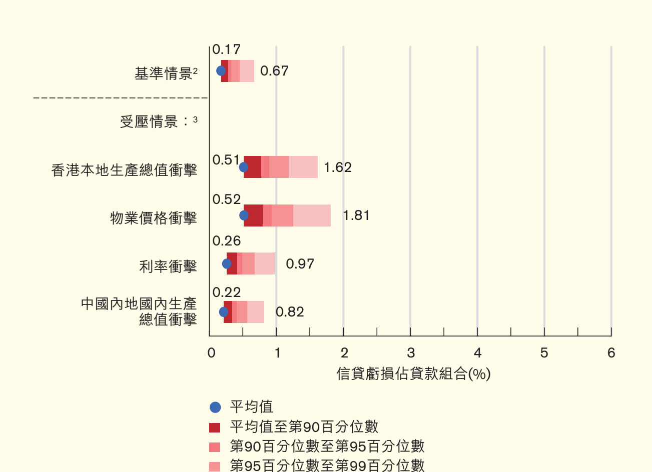
[53] 這些措施包括於2014年4月下調一些特定金融機構的存款準備金率、11月下調基準貸款利率，及於2015年2月再度下調存款準備金率及基準貸款利率。詳情請參閱本報告第2.2節。

[54] 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸損失估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《*Journal of Risk Model Validation*》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

宏觀經濟衝擊[55]下，零售銀行於2016年第4季的模擬信貸虧損比率。根據估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，零售銀行整體貸款組合的預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.22%（中國內地國內生產總值衝擊）至0.52%（物業價格衝擊）之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情景下的最高信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎0.82%（中國內地國內生產總值衝擊）至1.81%（物業價格衝擊）之間，虧損幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款損失。

圖5.20
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值信貸虧損[1]



註：
1. 有關評估將2014年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情景下的信貸虧損分佈。
2. 基準情景：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情景：

香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2015年第1季至2015年第4季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。

物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2015年第1季至2015年第4季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。

利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第1個季度（即2015年第1季）上升300基點，於第2及3季保持不變，於第4個季度（即2015年第4季）則進一步上升300基點。

中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值增長率於年內按年放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

先進經濟體的貨幣政策分歧對美元信貸的影響

先進經濟體的貨幣政策分歧對美元資金流動的影響，是亞太地區政策制定者的一個重要問題。上期2014年9月報告中的專題6「非常規貨幣政策及國際美元信貸」，透過估計美國和日本不同貨幣政策對日本銀行的美元信貸影響，為這個問題揭示了一些答案。研究結果顯示，日央行採取的積極貨幣政策，或有助於紓緩美元流動資金的波動。

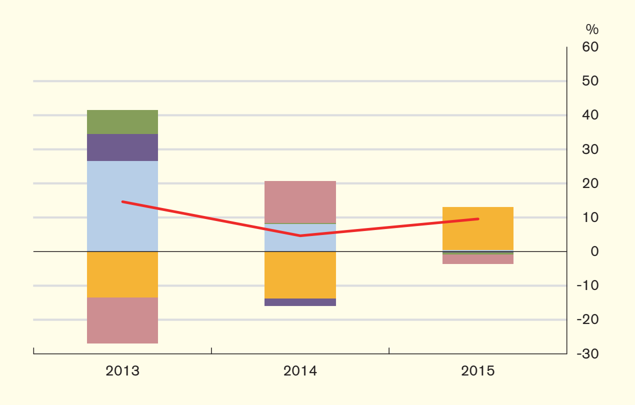
由於歐央行已於2015年2月22日宣布其資產購置計劃的細節，因此歐元區銀行對美元信貸的影響或可進行類似的估計，從而得出一個較全面的評估。

圖5.21及圖5.22展示在基準及受壓情景下，歐元區銀行向亞太地區提供美元信貸的預計年增長率。性質上，估計結果與上期報告專題6對日本銀行的估計大致相近，結論也是：美國貨幣正常化對全球流動資金的緊縮影響，部份可以被歐元區及日本銀行持續供應美元信貸的影響所抵銷。在基準情景下，歐元區銀行向亞太地區提供的美元貸款，在2015年會有9.6%的增長，速度比2014年的4.6%為快（圖5.21）。然而，其淨影響會在極大程度上取決於外匯掉期市場的運作。尤其是，如果正如壓力情景所設定的一樣，掉期

[55] 衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若，但中國內地國內生產總值衝擊除外。

成本有大幅的增加，歐元區銀行提供的美元貸款會在2015年下降達10.8%（圖5.22）。

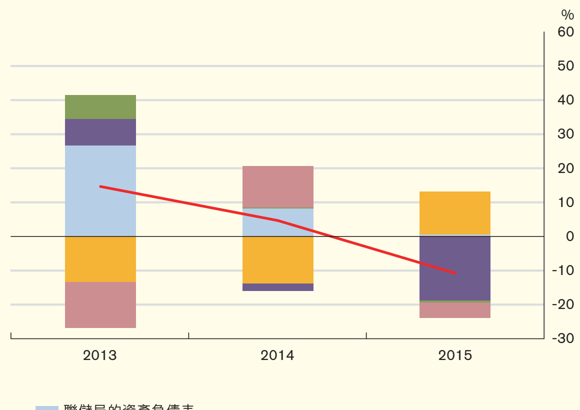
圖5.21
各項因素對歐元區銀行向亞太地區提供美元貸款的年增長率的估計貢獻



註：
1. 2014年第3季以前的美元貸款增長率按實際數據計算，而其後的結果，則根據各個因素的估計貢獻計算出來。
2. 假設聯儲局的資產負債表從2014年第4季開始，會以長期趨勢的速度增加；也假設聯儲局所持有餘下年期少於一年的金融資產會在2015年年底前到期。
3. 假設歐元體系的資產負債表從2015年1月開始，會以每月600億歐元的速度擴張，這個假設與其在2015年1月推出的資產購買計劃相符。估計時，歐元體系資產負債表的規模已換算為美元。假設歐元兑美元匯率從2014年第4季起保持不變。
4. 自2014年第3季開始，歐元區銀行掉期成本的變動和信貸違約掉期息差的變動，假設與最近四個季度的相關趨勢相符。

資料來源：金管局職員估計數字

圖5.22
在壓力情景下各項因素對歐元區銀行向亞太地區提供美元貸款的年增長率的估計貢獻



註：
1. 2014年第3季以前的美元貸款增長率按實際數據計算，而其後的結果，則根據各個因素的估計貢獻計算出來。
2. 有關聯儲局及歐元體系資產負債表的假設，以及歐元區銀行平均信貸違約掉期息差的假設，請參閱圖5.21之下的第2至4項腳註。
3. 假設歐元的掉期成本的變動由2014年第4季到2015年第4季會作線性上升至129個基點。這些假設模擬一種假定情境，即歐元區銀行面臨掉期成本急升，其升幅相等於在全球金融危機期間時出現的一半幅度。

資料來源：金管局職員估計數字。

這項評估突顯在先進經濟體出現貨幣政策分歧時，全球流動資金情況會極端不明朗。專題5的研究結果顯示，任何全球資金收縮引起的衝擊，會令銀行作出減低槓桿比率的反應因而收縮其借貸能力，全球資金收縮的影響可能會因而被放大。這些對流動性風險的影響值得加以密切留意。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議定出的《巴塞爾協定三》的一部分，目的在提高銀行體系的抗震能力，以應付與總體信貸增長過度相關的系統性風險。香港正按照《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。

金管局於2015年1月27日公布，由2016年1月1日起，香港適用的CCyB比率為0.625%。[56]在CCyB比率的分階段實施安排下，於2016年1月1日開始實施時，最高CCyB比率為銀行風險加權資產的0.625%。[57]

在定出這個CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.E)，包括為CCyB比率提供衡量標準指引的「緩衝資本參考指引」，這項指引主要根據信貸差距及物業價格差距[58]所制訂。信貸差距及物業價格差距皆維持在高位，如以緩衝資本參考指引作簡單配對，緩衝資本參考指引會顯示CCyB應為2.5%，即《巴塞爾協定三》範圍的上限。

此外，金融管理專員也考慮過其他參考指標[59]，並認為從這些指標獲得的資訊，與緩衝資本參考指引所提供的訊號是一致的。

表5.E
香港適用的CCyB的相關資訊

	2015年第1季
經發布CCyB比率	0.625%
生效日期	01/01/2016
緩衝資本參考指引	2.50%
巴塞爾共用參考指引	2.50%
物業緩衝資本指引	2.50%
綜合CCyB指引	2.50%
參考CCyB上限	無
主要差距指標	
信貸/本地生產總值差距	32.80%
物業價格/租金差距	14.20%
主要壓力指標	
3個月香港銀行同業拆息港元利率與隔夜指數掉期利率的差距(百分點)	0.17%
特定分類貸款比率每季變動	-0.01%

註：CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是基於做相關決定之前可以取得的公開數據，不一定是每季末可以取得的最新數據(有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》之單元CA-B-1)。.

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行體系的主要表現指標。

[56] 有關決定的詳情，可見於2015年1月27日發出的《金融管理專員公布香港適用的逆周期緩衝資本》，該新聞稿可在金管局網站參閱。

[57] 在分階段實施的安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

[58] 即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

[59] 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡。

表5.F
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

	12/2013	09/2014	12/2014
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	0.21	0.22	0.23
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.38	0.37	0.38
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.79	4.78	4.77
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.62	4.63	4.62
綜合利率[4]	0.39	0.40	0.39
		零售銀行	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	5.3	2.4	2.1
港元	1.5	1.3	0.9
外幣	10.1	3.7	3.4
貸款總額	2.6	0.9	1.6
本地貸款[6]	2.5	-0.3	1.2
在香港以外使用的貸款[7]	2.7	6.2	3.2
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	10.5	-3.9	-4.6
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	3.7	-0.4	-2.7
資產質素[8]			
佔貸款總額百分比			
合格貸款	98.33	98.53	98.56
需要關注貸款	1.20	1.04	0.99
特定分類貸款[9](總額)	0.48	0.43	0.45
特定分類貸款(淨額)[10]	0.34	0.31	0.31
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.33	0.27	0.29
盈利			
呆壞帳準備金佔平均總資產的比率[11]	0.04	0.05	0.05
淨息差[11]	1.40	1.41	1.40
成本與收入比率[12]	42.4	42.5	43.5
流動資產比率(季度平均數)	39.6	41.2	41.1
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.02	0.02	0.03
信用卡應收帳款			
拖欠比率	0.20	0.22	0.20
撇帳率 — 按季年率計	1.85	1.98	1.85
— 本年度截至該日止以年率計	1.84	1.90	1.83
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)[13]	15.9	16.4	16.8

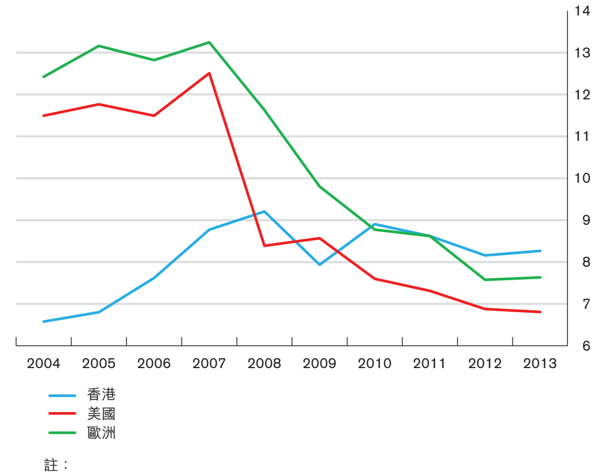
註：
1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息定價為香港銀行公會所公布的港元利息結算利率。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網站。
5. 季度變動百分比。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字反映零售銀行香港辦事處及海外分行的狀況。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 本年度截至該日止按年率計數字。
12. 本年度截至該日止數字。
13. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂資本充足框架(《巴塞爾協定三》)。

專題5
全球資金流動性及槓桿管理：香港個案

全球金融危機後，二十國集團的國家首腦在2008年華盛頓峰會中宣稱，過度槓桿是危機根源之一。雖然在金融危機發生前，香港的銀行與其美國和歐洲同業一樣，都有過一段槓桿上升的日子，但之後卻沒有經歷過這些美歐同業長期的去槓桿化階段(圖B5.1)。部分原因，可能反映香港銀行的槓桿水平一直比較低。但近日一些研究卻突顯出一個問題，就是由於各先進經濟體央行推出史無前例的貨幣寬鬆政策而導致當前全球流動資金充裕下，會有可能進一步令銀行的槓桿動態變得更為複雜。[60] 在此背景下，本專題探討流動資金充裕的狀況會怎樣影響香港銀行的槓桿調整機制。

香港是主要的國際金融中心，銀行業競爭劇烈，銀行多達200多家，在金融穩定理事會確定的29家具全球系統重要性的銀行當中，就有27家以分行或附屬行的形式在香港營運。在2013年，100家全球頂尖銀行中，19家在香港設有外國銀行子公司，63家則以外國銀行分行的形式在香港營運。鑑於外國銀行在香港的地位舉足輕重，香港提供了一個合適的實證環境去探討國際流動資金狀況如何影響銀行的資金管理。

圖B5.1
銀行槓桿的跨國比較



註：
(1) 有關數字指相關銀行業風險加權資產除以一級資本的中位數(一級資本槓桿比率)。
(2) 香港銀行包括19家在香港註冊的主要銀行。
(3) 歐洲銀行包括Banco Santander、BBVA、BNP Paribas、BPCE Group、Credit Agricole Group、Credit Suisse、Deutsche Bank、ING Bank、Nordea Bank、Societe Generale、UBS、UniCredit SpA、Barclays PLC、HSBC、Lloyds, Royal Bank of Scotland (The)及Standard Chartered PLC。美國銀行包括Bank of America、Bank of New York Mellon、Citigroup、Goldman Sachs、JPMorgan Chase、Morgan Stanley、State Street及Wells Fargo。

資料來源：Bankscope。

理論框架

本研究的理論框架以銀行槓桿的權衡理論為藍本。[61] 具體而言，該權衡理論假設銀行會積極管理他們的槓桿比率以達到首選的資本結構(目標槓桿比率)，而不

[60] 有關突顯全球流動性對銀行行為影響的研究，請參閱Rey (2013)「Dilemma not Trilemma:The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence」，傑克遜霍爾經濟研討會；及Bruno and Shin(2013)「Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity」NBER工作文件第19038號。

[61] 權衡理論是檢測非金融公司槓桿比率常用的框架。多項研究發現，銀行對資本結構的行為與非金融公司差別不大。見Gropp and Heider(2010)「The Determinants of Bank Capital Structure」，《*Review of Finance*》，14期587–622頁及Berger等(2008)「How do Large Banking Organizations Manage their Capital Ratios?」，《*Journal of Financial Services Research*》，34期，第123–49頁。

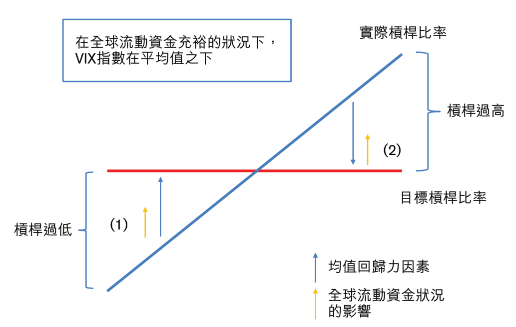
是讓資本水平僅達到監管的最低要求。調查指出，香港的銀行做資本決定時，會考慮制定目標槓桿比率或範圍，而權衡理論與此調查結果吻合。[62]

與此同時，本地註冊認可機構的資本充足比率，隨時間有變動之餘，一直都高於最低國際標準，這點看來給槓桿權衡理論的預測提供支持。[63]

這個理論假設銀行的目標槓桿比率可以從銀行的盈利水平、增長潛力、可擔保性、規模、資產質素等因素推斷出來。但是，改變槓桿比率涉及的調整成本會令銀行很難瞬間達致目標比率。這個模型假設銀行會在每段時期內以一個恒定間距把目前及目標槓桿比率的差距收窄。因此，這個模型意味銀行的槓桿比率會有一種均值回歸力的自我修正機制。過度槓桿的銀行（即銀行的實際槓桿水平比目標槓桿水平為高）會有降低槓桿比率的傾向；反之亦然。鑑於目前全球流動資金充裕，或會令銀行槓桿的動態變得複雜，我們進一步推測，這種均值回復力或會間中受全球資金流動狀況干擾。

為方便加深了解，我們提供了圖解說明這個模型機制（圖B5.2）。圖中向上傾斜的線代表銀行的實際槓桿比率，橫線代表該銀行的目標槓桿比率；為簡單起見，目標槓桿比率假設為常數。這兩條線的相交點表示銀行槓桿不過高也不過低。若在相交點左邊（區域1）銀行的槓桿就過低；相反在右邊（區域2）槓桿就過高。假如一家銀行最初在區域1，均值回歸力預測槓桿比率會上升來收窄差距。由於充裕的全球流動資金狀況也會誘導銀行提升槓桿比率，這樣便會進一步加快銀行向其目標調整。相反，若銀行的槓桿比率高於其目標（區域2），淨影響便變為不可確定了。正如箭頭的相反方向顯示，均值回歸力雖然預測槓桿比率會有所減低，但全球充裕的流動資金會施加相反的效果而令槓桿比率提升；淨影響即取決於哪個力量比較大。如果均值回歸力佔優，淨影響就是槓桿比率下降。但是，如果全球資金流動狀況較為重要，淨影響就是槓桿比率上升，而差距進一步擴闊。

圖 B5.2
全球資金流動狀況如何影響銀行槓桿動態的圖解說明



[62] 請參閱Wong等(2005)「Determinants of the Capital Level of Banks in Hong Kong」金管局研究札記13/2005。

[63] 請參閱第5章圖5.5。

實證模型和估算結果

我們採用1998至2012年間的以每年為頻率的面板數據，對19家在香港註冊的主要銀行進行實證測試。其中13家是外資銀行附屬行，6家是本地銀行。[64] 此外，多項研究發現，「芝加哥期權交易所波幅指數」(VIX)與代表全球資金流動性的指標，例如國際銀行債權的按年增長率是負相關的(圖B5.3)。[65] 本專題承襲以往的研究，在估算中沿用VIX為全球資金流動狀況的指標：低於VIX歷史平均值表示更充裕的全球資金流動狀況，反之亦然。[66] 資產對股權比率則用來衡量銀行的槓桿水平。[67及68]

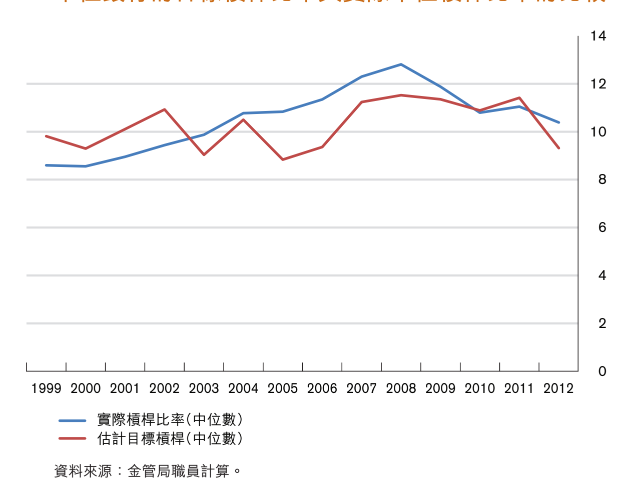
圖 B5.3
國際銀行債權按年增長率及VIX



註：包括國際結算銀行所有匯報行的跨境信貸和本地的外幣信貸。
資料來源：彭博及國際結算銀行。

實證結果顯示出香港銀行雖然有權衡理論所提出的槓桿水平均值回歸，但槓桿動態間中會受全球資金流動狀況而影響。為說明此點，圖B5.4展示我們樣本的中位銀行的實際和估算目標槓桿水平。理論上，銀行的槓桿均值回歸力預測，若實際槓桿比率較目標槓桿比率為高，銀行便會降低其槓桿比率，反之亦然。但是，我們觀察到，2006至2008年間，雖然該銀行的槓桿比率已高於其目標槓桿比率，但該銀行的槓桿比率仍然繼續上升。這可能是因在這期間的全球資金流動狀況充裕，因而令銀行的槓桿比率繼續上升。

圖 B5.4
中位銀行的目標槓桿比率與實際中位槓桿比率的比較



資料來源：金管局職員計算。

---

[64] 我們採樣的起點和終點取決於Bankscope所能提供的數據。

[65] VIX獲國際結算銀行選為監察全球流動資金的主要指標之一，並在該銀行的網站(http://www.bis.org/statistics/gli.htm)定期更新及發佈。有關用VIX 表示全球流動性的學術研究，請參閱本專題的註腳60。

[66] 採用表示全球流動資金狀況的替代代表，實證結果仍然有效。有關實證規範和結果的詳情，請參閱Ho等(2015)「Capital management and leverage of foreign bank subsidiaries in a host country: A case in Hong Kong」HKIMR工作論文2015第3號。

[67] 雖然一級資本槓桿比率可以更能反映銀行資產的風險程度如何因應市場狀況而改變，但因為風險加權資產的定義自從實施《巴塞爾協定二》已作出過顯著的修正，數據比較便出現困難。

[68] 資產對股權比率的優點是可以為經濟計量分析提供足夠長的時間序列。

均值回歸力和全球資金流動狀況對銀行槓桿比率的淨影響，取決於槓桿比率偏離目標多少，以及全球流動資金的充裕程度。至於實際及目標槓桿比率間的差距，怎樣受差距的初始值和全球流動資金的影響，表B5.A提供了模擬分析。在黃色的一列中，我們把VIX固定在歷史平均水平來説明槓桿比率的均值回歸力現象，則槓桿過高的銀行，其槓桿比率估計會下降，反之亦然。但是，有時均值回歸力也會被全球資金流動狀況抵銷有餘。例如，在一次模擬中，假設銀行最初有0.5點的槓桿過高，但全球流動資金亦充裕下（從流動性比VIX的歷史平均值低10個百分點可以看出），銀行的槓桿比率因而上升了0.33點，因此與目標槓桿比率的偏離進一步擴闊，而不是單一的按均值回歸力預測而收窄差距。[69]

表B5.A 全球資金流動狀況對銀行槓桿比率的淨影響

		槓桿比率過高（目標減實際）<0		偏差	槓桿比率過低（目標減實際）>0	
		-1	**-0.5**	**0**	**0.5**	**1**
資金流動狀況轉佳	**-10**	0.14	0.33	0.53	0.73	0.93
	-8	0.03	0.23	0.43	0.62	0.82
	-6	(0.08)	0.12	0.32	0.52	0.72
	-4	(0.18)	0.01	0.21	0.41	0.61
	-2	(0.29)	(0.09)	0.11	0.30	0.50
VIX歷史平均值	**0**	(0.40)	(0.20)	0.00	0.20	0.40
資金流動狀況轉差	**2**	(0.50)	(0.30)	(0.11)	0.09	0.29
	4	(0.61)	(0.41)	(0.21)	(0.01)	0.18
	6	(0.72)	(0.52)	(0.32)	(0.12)	0.08
	8	(0.82)	(0.62)	(0.43)	(0.23)	(0.03)
	10	(0.93)	(0.73)	(0.53)	(0.33)	(0.14)

註：
1. 表中的數字是槓桿比率的估計淨變動。
2. 括弧內的數字表示負值。
資料來源：金管局職員計算。

結論

本專題研究發現銀行的槓桿比率有權衡理論所提出的均值回歸力現象，而全球的資金流動狀況，對銀行槓桿的動態亦會起重要的作用。本專題研究指出，全球資金狀況可能就美國聯儲局最終退出非傳統貨幣政策而收緊，並會對銀行的槓桿調整有極大的影響。[70]具體而言，原本槓桿比率高於目標比率的銀行，去槓桿過程會進一步加速。相反，全球流動資金狀況收緊，會阻礙槓桿過低的銀行迅速回復到目標槓桿水平。這可能會影響銀行的借貸能力，因此須予密切留意。

[69] 這項分析需要注意的，是估算以資產負債表的資料為基礎，而這些資料在一定程度上受到時間滯後的影響。因此，分析不能實時知道香港銀行的槓桿是否過高或過低。

[70] 日央行及歐央行採取的積極寬鬆措施，或可部分抵銷聯儲局退出非傳統貨幣政策時，對全球流動資金造成的緊縮效應，但對全球資金流動狀況的淨影響，在極大程度上取決於美國的資金流動正常化會否引致嚴重的金融市場干擾。有關詳情，請參閱本報告2014年9月號的專題6。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

流動資產比率

香港所有認可機構必須將每月平均流動資產比率維持在不低於25%的水平。流動資產比率是指流動資產(如：有價債務證券及1個月內償還的貸款，而這些資產必須按照流動資產換算因數調整)與限定債務(基本上是指1個月內到期的所有負債)的比率，有關的計算方法及組成部份載於《銀行業條例》附表4。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）